Project financing in China

Table of Contents

Introduction 3

1. CHARACTERISTIC OF PROJECT FINANCING IN CHINA 3
   - 1.1 Syndication and domestic financing 3
   - 1.2 Corruption and failure of the legal system 5
   - 1.3 Lack of funds 6
   - 1.4 Difficulties encountered in risk allocation 6
   - 1.5 Lack of support infrastructures 7
   - 1.6 Cultural differences 7
   - 1.7 Costs of doing business in China and costs of launching a project 8
   - 1.8 Foreign investors and project financing in China 8
   - 1.9 Multilateral financing institutions and Chinese projects 8
   - 1.10 BOT project financing 9

2. A DETAILED LOOK AT THE RISKS ASSOCIATED WITH PROJECT FINANCING IN CHINA 11
   - 2.1 Foreign exchange risk 12
   - 2.2 Political risk 12
   - 2.3 Risks relating to joint ventures 13
   - 2.4 Work completion risk 14
   - 2.5 Performance risks 14
   - 2.6 Market risk 14
   - 2.7 Risk of government approval 15
   - 2.8 Risks associated with guarantees 16
   - 2.9 Legal transparency and rate setting 16
   - 2.10 Conflicts of interest 17
   - 2.11 Credit risk (lack of accounting and credit transparency) 17
   - 2.12 Fuel Supply and Transportation Risk 18

3. LEGAL ENVIRONMENT 18
   - 3.1 Laws governing foreign investment 19
   - 3.2 Types of collateral permitted under Chinese law 20
   - 3.3 Other legal aspects to project financing in China 22

4. CONTRACTUAL ARRANGEMENTS AND FINANCING STRUCTURES SPECIFIC TO CHINA 22
   - 4.1 Contractual arrangement limiting creditor risk 22
   - 4.2 Examples of project financing structures specific to China 23
     - 4.2.1 New World Infrastructure 23
     - 4.2.2 Hopewell Holding 25
     - 4.2.3 Huaneng Power International and Shandong Rizhao 26

5. PROJECT FINANCING ENVIRONMENT IN CHINA AND THE ADJUSTMENTS IT REQUIRES 27
5.1 A Risky Environment 27
5.2 The special relationship between foreign sponsors and creditors 28
5.3 Factors of influence of the capital structure in project financing in China . 28
5.4 Factors of Success of Project Financing in China 30
5.4.1 Good Relationship With the Commercial Bank at Home 30
5.4.2 Early Involvement of the Financial Partners in the Project 30
5.4.3 Use Flexible financing Structures 31
5.4.4 Shorten the Investment Capital Recovering Period 31
5.4.5 Choose Important Projects for the Local and/or Central Authorities 32
5.4.6 Support from International Financing Institutions or Foreign Governments 32
5.4.7 Smaller Size Projects are Preferred 33
5.5 Alternative Form of Project Financing Structure Frequently Seen in China 33

CONCLUSION 34

BIBLIOGRAPHY 35

CONTACTS 36

101-02467/

Project financing in China

Introduction

The unprecedented economic development of China in the recent years has fed the country's urgent need for upgraded infrastructures. First concentrated in the southern province of Guangdong and mostly financed through investments by Hong Kong based companies, large-scale infrastructure projects are now set up in different areas of China and involve investors from various countries.

Aware of it inability to provide alone the immense capital required to undertake the needed projects, the Chinese government actively seeks foreign participation in project financing on its territory. Furthermore, as the World Bank's capital contributions to projects in China weaken[1], the demand for private investors in the Chinese project financing market will increase accordingly.

In pace with the country's economic development and opening increasing openness to the world, China's legal system and investment regulations are slowly harmonizing with international standards. Although much improvement has been achieved in the past decade, the Chinese project-financing environment remains very risky and subject to high uncertainty. The current paper aims to shed light on Chinese project finance characteristics and risks as well as describing various strategies used by successful investors.

1. CHARACTERISTIC OF PROJECT FINANCING IN CHINA

1.1 Syndication and domestic financing

Tighter access to foreign credit for Chinese firms has led to the emergence of a domestic syndication market capable of financing large-scale projects. This market, however, remains very limited in the case of syndications for foreign-currency loans and continues to face a number of hurdles, including the following:

- Chinese capital markets remain underdeveloped and insufficiently sophisticated to assess risks correctly;
- Foreign entrepreneurs generally prefer to be paid in hard currencies;
- The terms of an RMB loan are often shorter (7-8 years) than in the case of most international debt instruments;

[1]China is the biggest user of World Bank's money with USD 3 billion per year since 1993.

- Setting interest rates without imperiling the issuing bank in the event of rate fluctuations can prove difficult;[2]
- As with most emerging economies, China's still lacks risk-hedging instruments and the use of derivatives is often illegal.

That said, several factors work in favour of increased use of domestic financing and a greater role for domestic banks in project financing in China. First, the possible devaluation of the RMB is leading sponsors to reduce their exposure to exchange risk. Second, the income generated by most projects in China is in RMB, making it all the more logical and prudent to employ local-currency loans.

In addition, the Chinese government requires local procurement of all project components capable of being manufactured locally. This results in less need for foreign currency and less support from export credit agencies, which is often required by foreign banks to issue commercial loans. Local procurement also fosters greater participation by local commercial banks when it comes to project financing.

Lastly, although repatriation of profits and conversion into foreign currency to repay foreign creditors are permitted under Chinese law, this is a painstaking process from both an administrative and a legal standpoint. Moreover, it is difficult to predict the consistency of the legal framework governing access to foreign currencies for the entire duration of the project.

Cross-shareholding by Chinese and foreign banks in banking syndicates is permitted under China's laws, provided that this takes place on a pari passu basis (i.e. the Chinese banks are not subordinate to their foreign counterparts). They must have equal rights in terms of debt repayment, access to asset-backed mortgages and contractual rights, and the Chinese authorities can challenge the inter-creditor agreement if they deem it overly favourable to the foreign creditors.

When projects are financed in China using cross loans by foreign and Chinese banks, it is often the case that two trusts are set up to manage the securities: one in China and the other off shore. The trust in China handles the securities on fixed assets and RMB accounts, while the off shore trust looks after those on foreign currency accounts. This practice allows for more control over calls of security in foreign currencies (or issued by foreign institutions) by foreign creditors. Chinese banks can also act as a security agent in syndicates involving foreign banks. In the latter case, foreign creditors usually require that the inter-creditor agreement be subject to foreign law (usually British).

---

[2]The interest rates on the RMB are controlled by the People's Bank of China and vary according to the Bank's decisions. Consequently, the rates do not reflect the dictates of the market and remain subject to political considerations.

It is possible to simplify the administrative process for issuing securities by separating the support provided by the foreign and Chinese sponsors such that the foreign sponsor supports the foreign currency credit and the Chinese sponsor only supports the RMB credit. Since the Chinese sponsor does not issue any security on the foreign currency loans, no government approval is required.

Foreign banks' access to RMB remains very limited and, consequently, their participation in syndicates centres more on financial arrangements and foreign currency loans. However, China's imminent accession to the WTO and the gradual opening up of the Chinese banking sector to foreign financial institutions hold out the promise of major changes in this area.[3] Indeed, better access to RMB by foreign banks will allow them to finance a larger portion of projects in local currency. One thing is certain: the capacity to finance large-scale projects in RMB should increase significantly and become, over time, a key element of project financing in China.

Bond financing

With very few exceptions, project financiers in China have, to date, made very little use of bonds to amass capital, despite the excellent potential offered by this method. The main reasons for this lack of interest are the immaturity of the Chinese capital market (making issuance itself difficult) and the absence of legal tools to govern this type of transaction.

1.2 Corruption and failure of the legal system

Project financing basically depends on a series of contracts binding all the participants to the project. The validity of these contracts depends largely on the legal system in the host country and, to a lesser extent, in the other countries involved.

Several Asian countries, China among them, have been unable to date to provide an environment conducive to an entirely transparent method of managing these contracts and to a consistent and equitable method of executing them. Very often the necessary laws quite simply do not exist, or if they do exist, they are biased against foreign investors.

In China, participation in the project by a host of government entities can lead to confusion. It can be difficult, for example, to determine which level or branch of government to deal with in order to obtain the many sign-offs required before the work can begin or once construction is under way. The multiple roles played by the government also increase the likelihood of conflict of interest. Indeed, it is not

---

[3]Foreign institutions should be allowed access to Chinese banking and financial markets five years after China accedes to the WTO.

uncommon to see a government corporation acting at once as a partner in the "project enterprise" and a buyer of the end product. Moreover, the obscurity of certain business laws as well as the presence of unwritten laws and of regulations and practices that discriminate against foreign investors also undermine efforts to arrange project financing.

In some cases, the interests of provincial and local officials differ from those of State Council members, and their decisions prove to be inconsistent with or contrary to the policies set by the national government in Beijing. Consequently, project sponsors and financiers occasionally find themselves, through no fault of their own, caught in the crossfire between provincial politicians and members of the State Council.

The lack of transparency, the major role played by government in awarding contracts and the scads of red tape that characterize the Chinese system open the door to increased corruption. Although the government says it is now openly combating the phenomenon nationally, China remains one of the countries perceived by business leaders to be the most "corrupt"[4] in the world. The role of the legal system in project financing is discussed in a later section.

1.3 Lack of funds

Clearly, governments' traditional financial resources will not be sufficient to meet Asia's immense need for short- and medium-term capital. Asian governments are facing mounting budgetary constraints. In addition, tax revenues remain far from adequate. Further, the financing terms offered by commercial banks remain too short (a maximum of 10 years, versus the 20-30 necessary for any large-scale project) and the sums available too minuscule. In fact, the lack of funds in Asia does not stem from the lack of share capital financing, but rather from a scarcity of loans. In China, this problem is compounded by a lack of channels through which to redirect its massive national savings into profitable investments.

1.4 Difficulties encountered in risk allocation

By definition, the aim of any project financing exercise is to assign each of the participants the risk it is best able to successfully control and manage. In Asia, the main difficulty encountered by financiers is precisely that: determining which party is best able to manage the various risks. Thus, a sponsor might, out of a desire to reduce the political risk, involve a government agency in financing the project, only to discover—often too late—that this government entity actually has no power vis-à-vis the political decisions affecting the project. In fact, it is often difficult to assess the reliability

---

[4] In a survey on corruption conducted with business people, published in the *Asian Wall Street Journal* of October 22, 1996, China ranked 49th (out of 53 countries), making it one of the countries where the level of corruption is perceived to be among the highest in the world. Canada ranked 5th.

and solvency of the various businesses and government entities involved. This uncertainty is exacerbated when government agencies themselves, wearing several different hats when setting up a project, do not necessarily obey the laws of the market.

The complex linkage that characterize Chinese government agencies, the special laws granting them immunity from redress by foreign investors and often the poor quality of their bookkeeping make risk assessment a very difficult task. The risk assessment and credit rating methods used by Western organizations usually prove inadequate in dealing with the special circumstances found in China.

The immaturity of China's securities market (except in the case of Hong Kong, of course) adds to the problems associated with financing projects in China. The volume of securities is still low, the market very volatile and investors irrational in their investment decisions. Thus, the immature bond market is preventing the government, for now, from issuing long-term bonds en masse in order to finance large-scale projects.

1.5 Lack of support infrastructures

Tasks that are very simple to perform in the West can prove far more complicated in China, on account of the lack of inadequate support infrastructure. This includes China's underdeveloped transportation and distribution networks, technological shortcomings, the lack of local expertise, limited access to basic information on locally-available resources and the questionable reliability of certain government statistics. For example, supplying China's power plants with the coal they need to operate can sometimes become problematic because of the inadequate railway capacity.

1.6 Cultural differences

With the myriad cultural and religious traditions just within countries such as Malaysia, Indonesia, China and Thailand, Asia is a vivid example of diversity. Its social and political differences are reflected not only in the day-to-day lives of the Asian population, but also in the business practices, negotiating styles and interpretation of laws and contracts. Ignoring regional peculiarities when setting up projects in Asia, and of course China, can easily lead to failure. In the same vein, disparities in the rate of socio-economic development in the various Chinese regions creates differences in mind set and business practices across the population and must be taken into account when setting up a project.

1.7 Costs of doing business in China and costs of launching a project

The risk associated with undertaking projects in China remains fairly high. The decentralization of contract negotiations to the provinces[5], while eliminating a layer of bureaucracy, undermines the consistency of contracts from one project to the next. It also means that investors must evaluate the financial credibility of the local authorities with which they are negotiating—a task that is next to impossible.

Research carried out by the International Finance Corporation (IFC), the World Bank affiliate responsible for private-sector loans, suggests that it costs more to start up a project in China than anywhere else in the world. According to the IFC, preparing projects in China takes its members on average twice as long as for projects in South America, 80% longer than for projects in South Africa and four times as long as for projects in Pakistan.

1.8 Foreign investors and project financing in China

Despite the special attention paid to infrastructure development by the central government as part of its ninth Five-Year Plan (1996-2000), foreign participation in Chinese infrastructure projects is declining. This phenomenon can be attributed to three main factors. First, the rates of return on investment offered by the government have never met the expectations of the sponsors or foreign banks. Second, the project financing models proposed by the government have failed to win over the international financial community. Third, the decline in liquidities on the Chinese market due to the foreign banks' perception of a higher risk in Asia makes it harder to arrange financing packages.

Furthermore, the risks associated with financing projects in China continue to be perceived as higher than in the rest of Asia. First, prices must be calculated in RMB. Second, although the government guarantees the convertibility of RMB revenues into foreign currencies, any change in price structure (kWh, toll, etc.) must be approved in advance by the local pricing bureau. And third, at a time when loan repayment periods are long (15-25 years), the uncertainty surrounding the value of the RMB poses further challenges.

1.9 Multilateral financing institutions and Chinese projects

The World Bank only offers partial guarantees on Chinese projects, or supports an entire risk only for a specific portion of the financing terms. These partial guarantees usually extend the period of the loans beyond what private creditors are able to offer. Since the World Bank's guarantees require a cross-guarantee by the host government,

---

[5] The central government encourages the provinces to set up the projects themselves (State Council approval is not required for projects valued at less than US$30 million). Build-Operate-Transfer (BOT) projects are still negotiated with the central authorities, however, and agreements on foreign currency conversion with the State Administration for Foreign Exchange (SAFE).

which the Chinese government refuses to issue, the World Bank has not issued any credit guarantees for Chinese projects since 1995.

These conditions for issuing guarantees do not, however, apply to all multilateral financing agencies. For example, the private international loans affiliate of the World Bank (the International Finance Corporation) offers financing in the form of share capital and liabilities. To date, it has invested over US$459 million in 38 Chinese projects and raised about US$593 million more through its loan syndication program.[6]

The Multilateral Investment Guarantee Agency provides guarantees against various political risks (capital transfers, war and civil disturbance, expropriation, etc.) for investments in the form of share capital and liabilities. These guarantees, however, are limited to US$50 million per project and US$150 million per country.[7]

National export credit agencies often agree to insure some of the projects without guarantees from the host government. In most cases, these agencies prove to be key players in securing project financing in China.

1.10 BOT project financing

Until 1998, the Chinese government suggested that BOT project financing could, and should, become an effective means of attracting foreign capital to the country and financing the infrastructure which China needs. Most likely because of this, the signing of the first BOT infrastructure project financing agreement (the Laibin B power plant) in November 1996 was highly publicized, pointing to the establishment of a basic model for future projects.

However, the hopes of the government and sponsors did not pan out, and very little BOT financing followed the establishment of Laibin B.[8] The reasons for this lack of enthusiasm for BOT projects on the part of foreign sponsors are as follows: the absence of formal, transparent and permanent regulations; the Chinese government authorities' lack of familiarity with BOT techniques; and the lack of transparency in the processes for awarding concessions. The price for the services provided by the infrastructure built in this manner (kWh, tolls, etc.) remains under local government control, which amounts to supporting a risk controlled by a party with divergent interests. Consequently, although it often assigns control over the management of the project enterprise to the sponsor (which generally helps limit costs and increase profit margins), BOT financing (or any other form of financing through awarding of concessions) does not offer any clear advantages for the sponsor.

---

[6] Economist Intelligence Unit, March 1, 1998

[7] In 1997, the agency issued guarantees for four projects in China for a total of US$39.7 million.

[8] Two other power plants, two sewage plants and a bridge received BOT financing.

In the eyes of the authorities as well, BOT structures have lost some of their lustre. In the beginning, they were seen by the Chinese government as a simple means of employing international financing without having to become too involved. BOT financing also has the advantage of summoning expertise and transferring technologies, which was–and continues to be–a prime objective of the Chinese authorities. BOT structures do not, however, do away with the debt or the repayment requirements, and they remain a risky financing tool, particularly in projects where the demand is fairly volatile.

All in all, it seems that only projects of major interest to the central government are eligible for BOT financing, to the extent that the central government is able to impose this structure on the local authorities through the State Development & Planning Commission (SDPC). Already, highways and bridges–originally designated as projects that could be financed under the BOT model–have been withdrawn from the list, having been deemed strategically important and therefore incompatible with this financing model. In addition, potential sponsors must ensure they have a clear understanding with the central authorities before seriously considering the BOT structure.

Legacy left by BOT model in terms of project financing in China

Despite the BOT project structure's failure to emerge as the Chinese authorities' preferred method of launching large-scale projects, several of its features have been adopted, resulting in positive impacts on private financing of Chinese infrastructure projects. The following observations are based on power plant projects, but can easily be transposed to other industrial sectors.

a) The trend towards competitive bidding for getting projects under way: not only does this practice allow for greater transparency in awarding contracts, but it also tends to considerably reduce the length of negotiations. However, it focuses the negotiations with the central authorities and, at the same time, makes it more difficult to establish relations between the sponsor and the local organizations with which it must deal throughout the project (the local power bureau, for example). It also requires time-consuming preparations and screening on the part of the sponsor.

b) Dispute resolution: BOT projects call for independent arbitration agreements, in a common and neutral forum,[9] for any disputes between project participants with regard to all contracts relating to the project. This practice has at least three things in its favour:

- It ensures a consistent arbitration process concerning the main project contracts;
- It suggests a fairer, unbiased system of arbitration;

[9]The dispute resolution forum is the China international Economic & Trade Arbitration Commission (CIETAC) located in Beijing.

- Centralizing the arbitration clauses in an independent contract reduces the likelihood that a party will demand termination of a contract for whatever reason–resolution of such disputes lies with the local court.

c) The third item deals with risk allocation among the Chinese parties. A major feature of the BOT structure is the awarding of a concession by the provincial government. The concession contract sets out the clauses concerning infrastructure operation and the major clauses of the purchase agreement. From the standpoint of potential sponsors, the structure helps reduce market and credit risks through the partial endorsement of the off-take agreement by the provincial government. Moreover, this method is not considered to be a guarantee issued by the provincial government and is therefore permitted under Chinese law.

   This form of participation by the provincial government could also prove to be a new way of managing political risks, or at least those aspects concerning changes in the laws, rates and contract cancellation. Non-BOT power plant projects already include, as part of the product documentation, clauses (termination and purchase contract) that compel the provincial government to purchase (buyout clause) the project at a predetermined price in the event of major political developments. Although far from perfect from the viewpoint of foreign sponsors and creditors, this way of operating constitutes an interesting shift in political risk allocation for Chinese project financing.

d) Another aspect of project financing in China inherited from the BOT structure is the trend towards infrastructure operation by foreign firms, at least in the energy sector.

2. A DETAILED LOOK AT THE RISKS ASSOCIATED WITH PROJECT FINANCING IN CHINA

While all of the following risks are not specific to project financing in China, they are amplified by the economic situation specific to the country and social changes taking place there. China's economic liberalization process has led to a combination planned/centralized economy where investment decisions emanate mainly from the government bureaucracy in Beijing, and the emergence of very entrepreneurial local and provincial governments, which are not always in conformity with central requirements and planning.

2.1 Foreign exchange risk

Project financiers naturally have to deal with the foreign exchange problem caused by the currency disparity between offshore debt repayment charges and project revenues. In China, the foreign exchange risk comprises two major components.

First, the devaluation of the RMB. The RMB conversion rate into foreign currencies is set by the Bank of China and subject to periodic adjustments by the Bank. In the absence of transparent mechanisms governing the procedures for setting the value of the local currency and in the absence of forward cover mechanisms, the risk of devaluation looms extremely large in the case of Chinese project financing and requires that special attention be paid to all contractual clauses dealing with foreign exchange. Furthermore, the authorities (SAFE) prohibit the indexation of off-take agreement prices to foreign currency fluctuations.

The second component of foreign exchange risk concerns access to foreign currencies and their transfer offshore. These procedures have been regulated by the Chinese authorities in recent years and, although certain foreign companies have occasionally encountered administrative delays in foreign exchange transfers offshore, they generally deal fairly well with the situation. However, the consistency of foreign exchange policies throughout the project remains uncertain and adds another risk for foreign investors.

2.2 Political risk

Political risk remains extremely difficult to mitigate and is quite simply impossible to resolve in many cases. Thus, it is up to each investor to specify what level of risk it considers acceptable.

The political risk encountered in Asia takes a number of forms: stability of governments and of their policies; excessive red tape, which causes delays in obtaining licenses and generates additional costs; arbitrary imposition of taxes and quotas; etc. Although the modern history of China (post 1949) is rife with extreme examples of political risk (expropriation after the Communist victory, cultural revolution, etc.), the post economic reform period (since 1979) has seen none of these extreme situations occur. The central government has striven throughout this period to facilitate and encourage foreign investment and the establishment of a more trade-friendly environment. Thus, although according to Western standards the Chinese economy remains firmly under state control, the policies adopted by the central government over the past two decades have gone a long way towards reducing state control over the national economy and liberalizing certain elements of management, such as management and production, resource allocation and pricing.

The Constitution of the People's Republic of China, in addition to recent laws on Sino-foreign joint ventures and on wholly foreign-owned enterprises, contained clauses

aimed at protecting foreign investment against extreme forms of political risk (expropriation, nationalization, etc.). The terms of these statutes remain very general, however, and can lead to divergent interpretations on the part of the various parties involved.

The pace and scope of the reforms aimed at bringing the Chinese economy in line with international practices depend on the convictions and influences of high-ranking officials in the Chinese Communist Party (CCP). Any change within the upper echelons of government could impact directly on the national economic environment and, hence, the plans of foreign investors. Similarly, economic adjustment can lead to social destablisation and mass discontent for reasons such as high unemployment in certain regions caused by the reform of government corporations.

Chinese counterparts are increasingly disinclined to support political risk, although they would appear optimally positioned to do so. Consequently, foreign sponsors and creditors must negotiate responsibility among themselves for any eventuality arising out of political risk. All in all, political risk must not be taken lightly when it comes to financing projects in China.

2.3 Risks relating to joint ventures

Most project financing in China involves the establishment of a Sino-foreign joint venture (JV); this adds an element of risk. Under Chinese law, the partners must set out in the JV contract a schedule of their respective contributions to the JV capital. Any discrepancies with regard to the pre-established schedule can generate serious consequences, including revocation of the JV operating license and termination of its legal existence. From the standpoint of the foreign creditors and sponsor, the risk stems more from the uncertainty surrounding the punctuality of the capital contribution by the Chinese partner(s).

Although it is possible for the foreign partner to repatriate its profits, its foreign currency debt repayment instruments could cause problems. In addition, payment of dividends and distribution of profits first require a resolution in this regard on the part of the JV's board of directors. Thus, control over the project enterprise through its board of directors and management is crucial for the foreign partner, especially when repaying foreign creditors depends on distribution of profits, requiring the go-ahead from the board of directors.

One has to keep in mind that taking a local partner brings a lot more risk in China than in Canada. Although the JV is legally independent from its owners, the arrival of a foreign investor can modify the local partner's situation, its previous commitments and rights and have damaging consequences on the JV and the foreign partner. The following example illustrates this kind of risk.

Several years ago, West Coast Energy invested in a power plant project in the Shanghai region. In order to make a profit out of its operations, the Sino-foreign JV created for the project had to connect its production facility to the Shanghai network. However, the municipal government refused West Coast's demand based on the fact that its Chinese partner owed the municipality six month's worth of electricity bills. Prior to West Coast Energy's investment, the local partner already had an electricity bill outstanding, which previously had not seemed to bother the local authorities. The creation of the JV with a foreign investor modified the local government's stance and imposed unforeseen restrictions on the project and on West Cost Energy.

This example stresses a peculiarity of doing business in China. As one officer at the Canadian Consulate in Shanghai put it: "The greatest risk when doing business in China does not stem from what you don't know, but rather from what you don't know you don't know." In that respect, the greatest risks are not the unknown variables but rather the existence of factors that a foreign firm inadvertently overlooks or the unexpected (and unpredictable) impact of its actions on actors previously not related to the project.

2.4 Work completion risk

A common means of reducing the work completion risk is the use of a turnkey contract. As a general rule in Chinese projects, the project enterprise concludes a turnkey contract with a Chinese entrepreneur. This entrepreneur is often the Chinese partner in the JV or an affiliated company. Conflicts of interest stemming from this situation and Chinese entrepreneurs' usual resistance to get involved in contracts governed by international standards make it difficult to negotiate turnkey contracts, which fully satisfy foreign creditors and sponsors. As much as possible, turnkey contracts should specify the completion dates for critical stages of the project, as well as performance tests and clauses setting out the compensation to be paid in the event of certain situations involving breach of the contract's requirements (liquidated damages provisions).

2.5 Performance risks

Although creditors are generally prepared to support performance risk once the project is completed, they seek to reduce it by leaving the operation to a reputable company. For the financing of typical Chinese projects, this task is left to the JV's Chinese partner or an affiliated company. However, if the foreign sponsor is a reputable company in the industry in question, its participation in the operation phase can greatly reduce the risk perceived by foreign creditors.

2.6 Market risk

In China, it has long been the tradition for governments to initiate and take charge of infrastructure construction and management. Consequently, prices for the services associated with public infrastructure such as electricity, highways, water and gas,

continue to be strictly controlled by the state. It is not uncommon to see government authorities object (for fear of public protest) to price levels required by financiers of products and services previously subsidized by the state.

Since adopting economic reforms in the late 1970s, the Chinese government has periodically abandoned price controls over a large number of products and services. Public services remain highly regulated, however, and outside financiers' control. In addition, the lack of information concerning demand (often overvalued), elasticity and other variables affecting prices poses serious problems during the project's income planning phase.

The market risk for projects in China arises from the special situation involving the country's rapid economic development and the disparities in development levels between each of the regions. Not only do the infrastructure needs and the quality of the existing facilities vary from one area to another, but the population's purchasing power and consumption cycle differ as well. Consequently, final demand is not only difficult to assess, but variable across time and regions.

In the energy sector, for example, technological upgrades at a number of plants have slashed their energy consumption and, hence, final demand. In the meantime, a slowdown in real estate development is having a similar effect. For developers, these adjustments in demand are very difficult to anticipate, and a number of them have found themselves facing a much smaller market than expected.

The same difficulty in terms of assessing final demand also arises when it comes to building certain highway infrastructure. Linking up major urban centres in richer coastal provinces can generally go ahead without too much worry. In such cases, the new highway links two major economic-activity centres and eases an existing problem with congestion. Conversely, highway infrastructure construction projects in poorer regions are often undertaken before they are absolutely necessary; their purpose is to encourage economic development in the region in question. Needless to say, the difficulty assessing final demand in this situation makes the project significantly riskier.

2.7 Risk of government approval

Setting up any project financing transaction in China requires a green light from the authorities. Without this approval, accessing foreign currencies and opening bank accounts for offshore transfer purposes are prohibited. Thus, sponsors must ensure that their project complies with Chinese law and the requirements of the many administrative levels. The laws governing project financing in China are a work in progress, and each project is analyzed on a case-by-case basis. Consequently, there is still a risk inherent in government approval of a project. As a result, sponsors are strongly advised to verify with the authorities the conformity of the proposed contractual and financing structures early on in the project.

The risk of government approval is compounded in China by the fact that different levels of government often claim they have the exclusive right of approval. Since there are many levels of government and that each of them divides into numerous bureaux and departments, identifying the exact approval process and which authorities to deal with can prove to be a difficult task. Moreover, there is an obvious lack of control and monitoring from the government's top management of its subordinate departments, leaving the latter with a large amount of freedom. For instance, the Shanghai Municipality Government organizational chart directly links more than 60 departments to the City's Central Committee, making any kind of monitoring almost impossible. Thus, apart from major investors which can by-pass the lower levels and address directly to the Central Committee, most investors might have to go through several lower level departments and specify which one is really appropriate to their needs.

2.8 Risks associated with guarantees

In a typical instance of project financing in China, repayment of the offshore portion of the financing is usually based on the project enterprise's income and is paid out to the parent company in the form of dividends or loan repayments to a shareholder. For its part, the parent company offers foreign creditors its interests in the project enterprise as a guarantee (shares, rights to cash flows and assets, etc.). These guarantee arrangements are predictable because they are subject to jurisdictions outside China, with a developed, reliable legal system. However, when the project enterprise promises its assets and the cash flows emanating from its operations to the foreign-based parent company, it creates a guarantee governed by the Chinese legal system. China's legislation in this area remains largely underdeveloped and untested.

2.9 Legal transparency and rate setting

Unquestionably, the Chinese legal system has grown by leaps and bounds in recent years with a view to adapting to the new requirements imposed by the transition to "market socialism" (or as Deng Xiaoping and his successors would say, "Chinese-style communism"). In certain sectors such as energy, the legal framework already provides for the segregation of regulatory functions from the function of possessing and operating facilities. This allows for greater transparency and makes forecasting easier for financiers. While this policy is already in place within the central government, it will still require a lengthy implementation period at the provincial and local levels.

One must also remember that the legal system is still at the development stage, and that China is still not a country in which the rule of law applies. Thus, lacking precedents in most fields and a well-defined legal system, there is always the risk of second reading; that is to say, laws are interpreted, and this interpretation has a situating effect. Because the Chinese have their own interests, it can be extremely dangerous for foreign sponsors and creditors and there are no solutions.

For all these reasons, the introduction of "comfort letters" in project documentation by Chinese authorities should continue to be a strong requirement by foreign creditors when financing projects in China, until the legal framework has matured. While having no legal value per se, these comfort letters are seen in a positive light by financiers because they oblige the government to take a position on the project. In so doing, they put their credibility on the line and risk losing face if the project falls by the wayside. Obviously, the higher the signing authority of the comfort letter (the State Council being the highest authority), the greater the letter's weight.

2.10 Conflicts of interest

When it comes to financing projects in China, it is common to see the same organization play multiple roles in setting up the project, thereby creating major conflicts of interest (Chinese partner in the JV is also a building contractor and/or purchaser of the end product and/or operator, etc.). It is acceptable in such situations to establish the majorities required on the board of directors to adopt certain types of resolutions. It can also be appropriate to make it mandatory to verify whether board members are in a conflict of interest situation before a decision is made, then to prohibit members in conflict to vote on the resolution, or to allow the decision to be put to another vote while excluding the parties in conflict if their votes affect the decision.

2.11 Credit risk (lack of accounting and credit transparency)

Assessing the solvency of Chinese and even Sino-foreign counterparts in the project is very difficult in China, and creditors should proceed very cautiously. Often, there are very few analytical elements on which to base oneself, and their reliability leaves a lot to be desired. First, most of the Chinese counterparts' accounting standards and financial statements are inconsistent with international standards. Assessing them requires, among other things, the contribution of accounting firms capable of identifying breaches and differences in practices. Second, Sino-foreign JVs, as well as many Chinese firms, are very young and only have a brief financial history to provide to creditors.

When the borrower is a Sino-foreign JV, the commercial bank's offshore relationship with the foreign counterpart in the JV often plays a decisive role in issuing the loans. For one, the lack of information on the solvency of the local firm (in China) can be offset by the provision of offshore guarantees and the good reputation of the parent company overseas. Also, a good understanding of the project from the standpoint of the offshore parent company's overall strategy helps reduce the credit risk.

The credit enhancement of Chinese government corporations remains a significant problem when it comes to financing projects. These corporations do not operate according to market rules, and several are subsidized by the state. Given the key role they often play in the project (e.g. as purchaser of the end product), some type of increase in their credit level is necessary. For the construction of water treatment plants, for example, the credit support of local water management corporations

generally ends at the municipal government level. Thus, in the wake of the bankruptcy of GITIC[10], it is up to the creditors and sponsors to determine which municipalities represent an acceptable credit risk. Projects in less financially-credible cities should be strongly supported or financed by the sponsor.

2.12 Fuel Supply and Transportation Risk

This risk arises primarily during the construction of power plants. To date, China's most common source of fuel remains coal, and most recently-built power plants use coal to produce electricity. While China has abundant deposits of coal, the supply system can be somewhat problematic.

First of all, most of the mines remain under state control and are subject to production planning. To supply a power plant project with coal from a state-run mine, it is necessary to include the project's annual coal requirements in the quota set by the central government. Similarly, the quota system greatly limits a mine's ability to earmark its coal reserves for a specific project. Thus, it is next to impossible for a sponsor to conclude a supply agreement spread over the entire duration of the project (15 or even 20 years).

In addition, China's railway network—responsible for delivering the coal to the power plant—does not entirely meet the country's growing freight needs. In some seasons (e.g. wheat or rice harvest), the rail system can be so congested that coal deliveries are delayed. Thus, the fuel supply system remains a risk factor which must not be overlooked when financing power plants in China. More often than not, an additional track will have to be laid to deliver the coal right to the power plant's doors.

In the case of the Laibin B power plant, a fuel supply and transportation agreement was signed with a company that was specially created for the project by the provincial government. The sole purpose of this new company is to supply and transport fuel, and it alone supports the risk associated with this.

3. LEGAL ENVIRONMENT

The Chinese government has striven in recent years to provide a legal environment conducive to foreign investment so as to attract capital to the country. As things stand today, however, the regulatory framework remains incomplete and, at least in the case

---

[10] ITICs (International Trust and Investment Corporations) are non-bank financial institutions set up by different level of government to attract investment capital on their territory. The bankruptcy of GITIC (the ITIC of Guangdong province, China's richest province) signaled to investors the Chinese government would not support ITICs' financial commitments, leading to the increase of the perceived risk of several projects.

of project financing, based on a temporary set of regulations.[11] On the whole, recent legislation has been aimed primarily at preventing Chinese institutions from using income unrelated to the project for financing purposes and from making the authorization of the State Development and Planning Commission (SDPC) and the State Administration for Foreign Exchange[12] (SAFE) mandatory for larger-scale projects.

3.1 Laws governing foreign investment

It is necessary to distinguish certain Chinese laws and regulations applicable to project financing and businesses in or to better understand the contractual structures implemented by practitioners.

In China, there are two main series of regulations governing project financing: *The Administration of Project Financing Outside China Tentative Procedures*[13] and *The Administration of Borrowing of International Commercial Loans by Domestic Organizations Procedures.*[14] The latter applies to project financing in the context of international commercial loans, while *The Administration of Project Financing Outside China Tentative Procedure* is the main source of regulations applying directly to project financing.

The latter defines project financing in China as "a financing method whereby foreign capital is borrowed for a project in China and must be repaid from the anticipated assets and revenues of the project alone". According to the "Project Finance Procedure", project financing transactions comprise the following characteristics:

- Creditors have no access to any assets or revenues other than the project itself;
- Domestic entities use no assets, revenues or interest other than those of the project to guarantee repayment of the debt;
- No financial guarantee is provided by domestic entities.

A number of participants in infrastructure building projects in China consider the project financing structure mainly in order to spread the risks over a larger number of participants and accommodate financing requirements. However, given the restrictive

---

[11]The *BOT circular* issued on August 21, 1995 and the *Administration of Project Financing Conducted Outside China Tentative Procedures* issued on April 16, 1997, both temporary, are the only regulations directly governing project financing.

[12]The State Council must approve all projects valued at over US$100 million. The new measures also seek to protect the national credit rating, jeopardized by many poorly supervised foreign investments in infrastructure. SAFE is the supreme authority in the field of foreign currency conversion and offshore transfer.

[13]Issued jointly on April 16, 1997 by the State Development and Planning Commission and the State Administration for Foreign Exchange (SAFE).

[14]Issued by the People's Bank of China and SAFE, effective January 1, 1998.

administrative requirements set out in *The Project Finance Procedures*[15], it is not uncommon to see the participants intentionally structure the project financing in such a way as to fail to satisfy the parameters prescribed under law. Further details on this method follow in a subsequent section.

The other important laws concerning project financing in China are the PRC Security Law governing the types of collateral permitted to guarantee loans, the BOT Circular which issues certain rules regarding use of BOT-type financing and the Economic Contract Law which deals with contracts between Chinese legal entities and contracts with foreign legal entities. The latter stipulates that any contract involving a Chinese party be governed by Chinese law. However, the contract partners are free to agree on a neutral dispute resolution forum outside China, most often Hong Kong, Singapore or Stockholm.

3.2 Types of collateral permitted under Chinese law

In cases of financing involving foreign creditors, The Project Financing Procedures authorize use of only three types of collateral: guarantees, asset mortgages and pledges.

Mortgages

In real estate development, fixed asset and equipment mortgages offer creditors the best loan collateral. For financing other types of infrastructure, this form of collateral is instead a defensive tactic on the part of the creditors, in that it simply prevents a third party from interceding and obtaining priority over the project's assets. Generally, transfer of assets does not offer creditors a very large realizable value as collateral for the simple reason that creditors do not necessarily possess the necessary skills nor the mandate to operate the infrastructure and extract the cash flow.

Guarantees

Under Western law, the term "guarantee" generally signifies "guarantee of payment", that is to say, a promise made by a party to pay the debt of another. In some cases, it can also signify "guarantee of performance", that is to say a guarantee made by a third party that the borrower will complete the work.

Under Chinese law, a guarantee can only cover debt payments and not performance. In a general sense, Chinese government departments are prohibited from issuing debt payment guarantees to foreign creditors, the only exception being loans made by

---

[15]Project proposals and feasibility studies must be issued by the local government's planning department. A preliminary examination of the project documents must be conducted by the government department responsible for the industry in question. Subsequently, the following steps are required: review and approval by SDPC; approval by State Council for major projects; approval of international loans by SAFE, etc

foreign governments and international financing organizations on account of the fact that they are most often used to finance public infrastructure (transportation, water treatment, postal services, energy, environmental protection, etc.), which generates little if any profit (at least in the initial phases of the project).

The Security Law of China prohibits local and provincial governments from providing guarantees against project-related risks. Any Chinese entity wishing to offer a guarantee to a foreign investor for project financing purposes must first receive the authorization of the appropriate department.

The new regulations on project financing prohibits local financial institutions from offering guarantees. In order to reassure investors, various levels of government have, in recent years, got into the habit of including comfort letters in the project contracts. However, the collapse in 1998 of the GITIC, the private investment branch of the government of Guangdong province, clearly demonstrated that these comfort letters are not worth the paper they're written on. As a result, foreign investors end up holding the bag. This ban on issuing guarantees has proven to be one of the main obstacles to securing project financing in China in recent years.[16]

While increasing the risk perceived by investors, this ban on guaranteeing the success of a project does not prevent the privatization of infrastructure or its development via project financing. From the standpoint of the local population, it also offers a certain degree of protection.[17] First, it leads investors to choose financially credible projects and manage them efficiently. Second, it encourages investors to minimize the risks related to the project and ensures that the citizens of the host country do not have to support needless risks.[18]

Pledges

Pledges cover an organization's "mobile" assets and contractual rights. Pledges create a "proprietary right" as opposed to the "obligation right" created by a guarantee. Thus, the right stipulated in a guarantee can only be claimed from the entity with which there is a contractual agreement. The "proprietary right" created by a pledge can be claimed from any other party, including the owner of the asset.

---

[16]Economist Intelligence Unit, March 1, 1998

[17]Mateen Thobani, Private Infrastructure, Public Risk, Poverty Reduction & Economic Management Unit, World Bank's Latin America & the Caribbean Office

[18]The guarantees issued by governments are rarely recorded in national accounts and/or budgets. Consequently, a government may not know exactly how exposed it is and end up supporting a wide range of needless risks, often better controlled by the investors themselves. In the worst-case scenario, government guarantees may lead the sponsor to take excessive risks (heads I win, tails the government loses).

3.3 Other legal aspects to project financing in China

Chinese law stipulates that the risk be distributed reasonably among the project financing participants. However, the operative word here, "reasonably", is not defined and, if previous experience is any indication, the Chinese government usually adopts different positions from those of the investors concerning the assignment of risks and/or the existence of certain risks. According to the Chinese authorities, "reasonable risk" means that each party must support a share of the risk proportionate to its involvement in the share capital of the project enterprise–nothing more, nothing less.

Setting the price of the product generated by the project remains a very sensitive issue for the Chinese government and usually requires lengthy negotiations (tolls, price of kWh, etc.). A handy way to avoid these types of problems during the concession is to specify in the contract a price range within which the price can fluctuate.

China International and Trade Arbitration (CIETAC) is now authorized under Chinese law to arbitrate disputes involving wholly foreign-owned enterprises (WFOE) or JVs. CIETAC is generally considered to be the only domestic arbitration tribunal to depart from the traditional bias in favour of local and Party enterprises.

4. CONTRACTUAL ARRANGEMENTS AND FINANCING STRUCTURES SPECIFIC TO CHINA

4.1 Contractual arrangement limiting creditor risk

The Project Finance Procedures impose administrative complexities on project financing. Furthermore, Chinese law often imposes additional risks on foreign participants.[19] Thus, sponsors often structure their project in such a way as to fail to meet the criteria prescribed by law and thereby avoid the restrictions, which can be accomplished in two direct ways. First, structure project-related transactions in such a way that one of the criteria prescribed by law is not met. The second is by setting up a financing structure in China along the lines of a traditional corporate financing structure. In this manner, the sponsor's offshore financial arrangements are in no way constrained by the Chinese legislation. This section provides an example of a "typical" project financing structure in China in which one or more foreign parties are involved.

The project is structured as follows. First, a cooperative JV is created to ensure the construction and operation of the project (special purpose company or project company). A special purpose company is created offshore with the sole objective of amassing the money required in the form of commercial loans or bond issues (finance company). The amassed funds are then injected into an offshore (holding) company

[19] See section on project financing risks in China.

that holds shares in the cooperative JV.[20] Lastly, the holding company injects the funds into the project company in the form of equity or a loan by a shareholder. Ideally, the capital is injected in the form of a loan by a shareholder, with the terms identical to those of the loan by the foreign creditors to the finance company.

The choice of the form of investment is, however, limited by two factors. First, the Chinese law on cooperative JVs requires a minimum share capital investment by the foreign partner. Second, when a project is being financed, the creditors want to ensure that the sponsor is committed to the project and generally require a minimum share capital investment (20 to 25 percent of the project equity) on the latter's part. Next, the holding company promises its interests in the project company and, very often, the cash flows and the share of the assets due it to the offshore creditors as collateral.

From the Chinese authorities' perspective, this form of financing is entirely similar to traditional corporate financing. Thus, the offshore financial arrangements do not come under their jurisdiction, a fact that gives the sponsor more latitude (e.g. the use of assets and revenues other than those of the project in guaranteeing the loans).

The process whereby foreign creditors take control of the project company's assets in China can be long and complex under the current Chinese legal system. It requires, among other things, approval by government authorities and, often, by all the contractual partners of the project company. The financing structure described above does, however, allow for a less cumbersome administrative process.

In the event that the creditors require a transfer of rights and possession of the collateral, the sponsor's shares in the holding company can be transferred without having to go through the complex process provided for under Chinese law.

4.2 Examples of project financing structures specific to China

4.2.1 New World Infrastructure

New World Infrastructure (NWI) is the subsidiary responsible for the infrastructure portfolio of the New World Development conglomerate of Hong Kong. Contrary to common practice in project financing, NWI uses a large proportion of share capital in its infrastructure financing activities in China, at least during the construction phase. The figures compiled by Lang (1998) indicate that, on average, 80 percent of the financing comes from share capital and only 20 percent from debt. Such a debt/equity ratio (D/ER) reduces considerably the return on equity, the preferred yardstick for measuring performance in project financing.

---

[20]The "cooperative JV" is generally preferred (to the "equity JV") because the applicable legislation allows faster distribution of the profits to the foreign partner once the project assets have been remitted to the Chinese partner at the end of the JV, without special compensation for the foreign partner.

In addition to using a high level of share capital, NWI borrows the missing sums directly under the corporate aegis, without even going through a new entity set up solely for the needs of the project. Next, the parent company itself loans the sums borrowed by the various projects in the form of shareholder loans. Naturally, the loan is recorded in NWI's books and ensures that creditors have total access to its assets. In addition, NWI issues a corporate guarantee to its creditors for the loans in their entirety.

Despite this financing structure, which appears at first blush less than optimal, NWI is enjoying tremendous success in China. Lang (1998) delves deeper, suggesting various justifications and explanations for NWI's financing choices, as listed below:

1) The firm's financial health is excellent, and the high value of its consolidated assets offers solid guarantees;

2) There has been a decline in access to debt financing since the adoption by the Chinese authorities of regulations aimed at restricting, if not prohibiting, Chinese entities from issuing guarantees (the simple fact of the matter is that certain foreign banks, because of corporate rules, can no longer grant loans for Chinese projects);

3) The investment recovery period is very short, making it possible to redirect the funds quickly to other projects. It also limits the period of vulnerability to project risks. NWI usually recovers its investment once construction has been completed by refinancing the project through debt issues;

4) NWI's investment in infrastructure development in China comes under an overall corporate strategy for its activities in that country and is a means to an end, rather than the end itself. NWI's primary interest remains real estate development, and its cooperation with the Chinese authorities during infrastructure projects is more a springboard to more lucrative investments in the real estate sector and a brand advantage in relation to the competition. Thus, NWI takes on projects of great importance to the government and assures itself of maximum support from the authorities. In so doing, it reduces the risks of final demand, delays in government approval and non-compliance with regulations. Consequently, the company has greater confidence in the project's success and is willing to support more risk.

An important factor in this strategy adopted by NWI remains the deftness with which the construction phase risk is isolated from the rest of the project. The massive investment in share capital during the construction stage amounts to short-term loan financing, since the project is refinanced by debt and the share capital repaid as soon as the construction has been completed. The construction risks having disappeared, the project can be refinanced over the long term, under terms that are clearly more advantageous.

Also, although the project financing structure includes a high level of share capital (80%), NWI limits its equity investment by taking shareholder partners in the project. Lastly, the share capital portion financed by NWI does not exceed a third of the value of the project, the bulk of its investment taking the form of a shareholder loan (similar to a subordinated debt). Moreover, the massive equity financing means that projects can be set up much more quickly. Conversely, the search for limited-recourse (or no-recourse) commercial debt is a long and onerous one, especially when export credit agencies and multilateral financing institutions are solicited. In China's competitive project financing environment, the ability to rapidly raise capital allows firms access to the best land and the best facilities, thereby encouraging the project's success.

The technique used by NWI adds the financial concept of duration[21] (to those of return on equity and capital leverage) in project assessment. Thus, despite a range of specific contracts, the best way to protect one's investment in the Chinese project financing environment, an environment which is seen as risky, is to reduce as much as possible the investment recovery period, even if this is to the detriment of access to potential profits.

4.2.2 Hopewell Holding

The Hopewell case illustrates well the possible consequences of the difficulty in arranging off-balance-sheet loans when financing projects in China. Hopewell, a Hong Kong project developer, is very active in Asia and has always, at least until recently, enjoyed an excellent reputation with Asian and Western investors. Over the years, the company has developed a series of methods and techniques adapted to the Chinese context, allowing it to minimize risk and help secure the financial success of its projects. The company wears many different hats in setting up the project (sponsor, entrepreneur, operator, creditor), which ensures convergence of interests and allows for more synergy. The result is a reduction in costs (including those associated with monitoring the operator and entrepreneur) and standardization of activities, which definitely helps bring costs down.

Project financing in China requires a great deal of support by the sponsor, which often means arranging the bulk (if not all) of the loans at the corporate level rather than through an investment vehicle specific to the project. In the mid-1990s, the large number of Hopewell projects at the start-up phase, a phase which requires a higher contribution of capital, left the company in a precarious situation. During the same period, two major projects started to unravel almost simultaneously,[22] throwing the company's financial situation into disarray almost overnight.

---

[21]Roughly, the financial concept of "duration" means the amount of time needed to get one's investment capital back.

[22]1) The construction costs for the Guangzhou-Shenzhen-Zhuhai highway proved to be nearly 50% higher than anticipated, and operating revenues some 40% lower. 2) The LRT project of Bangkok was (and continues to be) delayed by the Thai government.

Thus, despite a major portfolio of well-managed projects, the poor integration of this series of projects into an overall corporate strategy left the firm in financial distress, undermining the value of its securities and its reputation with investors.

4.2.3 Huaneng Power International and Shandong Rizhao

A comparison of two other cases, Huaneng Power International (HPI) and Shandong Rizhao Power Plant, provides a good illustration of the risk inherent in project financing in China.

HPI has developed a highly sophisticated financing structure based on the "open-ended pooled projects" for setting up a power plant. By using this structure, the sponsor seeks to reduce its risk by limiting the influence of macroeconomic changes on the project portfolio in an overall sense. Initially, the portfolio contains five projects, plants that are already in operation as well as others in the planning stages, and provides for the crossing of cash flows between the projects in the event of problems.

As for the project itself, the high degree of sophistication lies in a range of contracts establishing a link between the performance of fixed assets and electricity rates. In theory, this structure guarantees shareholders a nice return (minimum of 15 percent) and therefore encourages investment in the project in the form of equity. In turn, the confidence demonstrated in the project by the high level of share capital promotes debt security borrowing. As a result, the difference between the minimum return on fixed assets (15%) and the lending rate is added to the return obtained by the shareholders and promotes the infusion of additional share capital financing. Consequently, the D/ER decreases, which in turn encourages debt security lending. At first glance, this "dynamic" financing structure seems infallible and should reduce the overall risk as well as allowing for very advantageous credit conditions.

Essentially, this complex financial puzzle is based solely on the willingness of the Chinese authorities to authorize rate increases when the time comes, a risk that HPI thought it had eliminated by bringing the local government on-board. Unfortunately for the company and its shareholders, in addition to delays in issuing permits for the construction of other projects in the initial portfolio, the hoped-for rate increase failed to materialize and the "dynamic" financing circle was broken, leaving no other choice but to resort to massive share capital financing.

In comparison with the structure developed by HPI, the financing arrangements for the Rizhao power plant in Shandong were child's play. The sponsors (Chinese and foreign) formed a joint venture responsible for building, operating and financing this single project, completely separate from the shareholders' parent company. In addition to their respective share capital contribution, the sponsors assured themselves of major support from German and Spanish credit agencies in financing the project.

Without guaranteeing its shareholders a minimum return (as HPI does), the Rizhao project bases the calculation of the annual electricity rates on a preestablished formula that takes into account inflation, exchange rate fluctuations and the price of raw materials. Thus, while it remains dependent on the decisions of the province's "tariff bureau",[23] this method is more desirable than that employed by HPI, since it has already been used in the past and is better understood by the Chinese authorities. Thus, despite the technical inferiority of the Rizhao project financing in relation to the HPI financing, the project has proven to be a success and has opened the door to subsequent investments for the sponsors.

Both these examples suggest that the use of ultra-sophisticated financing techniques for projects in China is not, at least for the time being, a guarantee of success. On the contrary, they multiply the risks which they seek to eliminate. Consequently, the use of simpler methods (which have proven themselves over the years) is suggested.

5. PROJECT FINANCING ENVIRONMENT IN CHINA AND THE ADJUSTMENTS IT REQUIRES

5.1 A Risky Environment

The first chapters describe the peculiar and certainly risky environment of project financing in China. As mentioned, it is often difficult to obtain guarantees from local financial institutions and/or higher levels of government. Moreover, though the financing structure allows for the apprehension of cash flows and a legal framework and a documentation that gives more protection than a simple plain vanilla financing, data for analysis of the Chinese participants to the project are often insufficient. Consequently, foreign commercial banks usually keep a very careful attitude when the risk is not purely sovereign (which is often the case in China). Based on that fact, the involvement of export credit agencies, international financing institutions and foreign governments in the financing of projects is of great importance.[24]

Foreign companies in China stress that they constantly have to adjust their business plan to the evolving environment to assure success. That is, the ability to absorb information and adapt swiftly to the new requirements is of tremendous importance in China. By definition, project financing imposes a contractual rigidity necessary to minimize the risk that a participant adopt divergent behaviors that go against other partners' interests. This contractual rigidity slows the sponsor's reaction process to new constraints and opportunities. In that respect, conventional project financing is not

---

[23]Clearly, the provincial government and the sponsor do not share all of the same interests. While the government is a partner (or shareholder) in the project, the fact remains that it is not interested only in the financial success of the project but also (and especially) an increase in the quality of life of its citizens and the support that they bring it.

[24]According to a foreign bank representative in Shanghai, the soft loan (or some sort of government involvement) is often the source of projects in China (it decreases the cost of the project and the risk beared by the commercial lenders.

totally appropriate to China's current characteristics and contributes to increase the dynamic risk.[25] In the current Chinese context, contractual and financing structures of the projects need to be flexible to allow for quick adjustments.

The Chinese counterpart and the Chinese government's multiple roles in the projects add confusion and uncertainty the foreign sponsors and creditors have to deal with. Among others, it gives rise to conflict of interests that need to be identified and prevented by all partners before ratifying important contracts.

Finally, China is currently undergoing drastic social and economic changes that cause destabilizing pressures on the country. In such a context, the local government's interests can change suddenly and affect the project and/or foreign companies' activities. One has to keep in mind, although China's legal and commercial practices are slowly harmonizing with international standards, the central government still keeps a tight control over the main economic players and a lot of influence on legal decisions, which in turn, make any long term planning an almost impossible task.

5.2 The special relationship between foreign sponsors and creditors

The China's project financing environment peculiarities (high risk, confusion regarding the involvement of the Chinese partner, etc.) requires to raise the traditional link between creditors and sponsors to a higher level and take maximum advantage of each other's ability and expertise in order to increase chances of success. In practice, creditors participate more actively in Chinese projects than in Western countries.

In general, sponsors supply financial information regarding the project to the creditors. The latter usually submits these data to much more conservative assumptions and make its own analysis. Thus, there is a definite increase in efficiency (time saving, crossing of knowledge and expertise, decrease in the asymmetry of information, etc.) to integrate information research and analysis in a tighter creditor – sponsor relationship.

5.3 Factors of influence of the capital structure in project financing in China

The analysis of various project financing (PF) cases in China leads Lang (1998) to various interesting conclusions concerning the special characteristics of PF as carried out in this country. According to Lang, PF in the theoretical sense (as it is understood and carried out in the West) does not exist in China. The higher risk perceived by creditors prevents them from issuing loans without recourse, common in the West. Thus, in addition to assessing the project's risks (how they are isolated and mitigated), creditors attach an enormous amount of importance to the sponsor's financial health as well as various characteristics and skills of the sponsor, such as the quality of his

---

[25]Dynamic risk is the relationship between an event and the consequences of change caused by that event combined with the inability to affect the outcome of such consequences by reacting.

guanxi[26] and his talents as a negotiator. All in all, Lang feels that these advantages can lead to the rules being changed in mid-stream and can contribute greatly to the success of the project.

In the light of the information gathered, we can suggest three main conclusions regarding the characteristics of project financing in China:

1) On account of the higher perceived risk, very little off-balance sheet financing can be obtained for infrastructure projects in China. More often than not, the creditors require the sponsor to put up guarantees and they refuse to accept the project's assets and attendant cash flows as sole collateral. Thus, as in the case of Hopewell, setting up a project can often involve the need to increase the sponsor's debt-to-equity ration (D/ER).

   Currently, there is in China several cases of mix structures, i.e. structures based on both the project's attendant cash flows and assets and/or shareholders' guarantees (seemingly a trend in the short to mid-term). Multi-source structures that allow for more flexibility usually have better success than rigid structures (BOT, BOOT, etc.).

2) The traditional project-financing model (high-leverage and high-debt level) does not directly apply to China. Sponsors must ensure that they obtain an acceptable return and, especially, recover their capital outlay as soon as possible, even if this means forgoing from the outset a portion of the projects's potential profits.

3) The common practice in the West, whereby a project's financing structure consists mostly of debt (65-85%) and its performance must be assessed on the basis of return on equity (ROE),[27] does not apply directly to the situation in China. An appropriate financing structure must take into account the needs of the investors and sponsor, the resources and the constraints of the operational environment of the infrastructure in question. Often, the contribution of credit agencies or the amount of the guarantees determines the level of debt in the financing structure.

---

[26]In the Chinese language and culture, the term *guanxi* denotes an individual's network of contacts and influence.

[27]Given the generally high level of debt in project financing, return on equity (ROE) is usually preferred to return on investment (ROI) as a yardstick for measuring a project's performance.

5.4 Factors of Success of Project Financing in China

5.4.1 Good Relationship With the Commercial Bank at Home

In general, clients of foreign banks in China already are clients at home or elsewhere in the world. Given the difficulty to gather reliable financial information on a company's activities in China in enough quantity to proceed to a robust analysis, the decision whether to lend money to a company in China or not often depends on the bank–client relationship at home.

The same perspective applies for project financing in China. Good knowledge of the client at home and, consequently, better understanding of the global corporate strategy and of the integration of the project in that strategy reduces uncertainty and encourages commercial debt contribution in the project. It is also more likely that the bank will accept guarantees offered by the foreign shareholder.

5.4.2 Early Involvement of the Financial Partners in the Project

The early involvement of financial partners in the project is not a recent practice, however, it is worth stressing the point once again. One has to keep in mind that project financing brings not only a technical solution to the client, but also (and especially), a financial solution. Consequently, the sponsor or constructor that better fulfil the client's financial needs is usually awarded the contract.

From that perspective, the early gathering of foreign sponsors and creditors allows for a quick and precise pin-pointing of the client's needs and identification of the required expertise (i.e. financial or technical). It also sends to the Chinese client a strong signal of professionalism.

Ths early grouping allows for the integration of research and analysis activities of the project's financial data. It also enables the crossing of expertise that facilitate risk identification and solutions finding. Thus, it fosters partners's understanding of the project and of each other's interests and reduces asymmetry of information. In practice, this clearer understanding adds value and commercial dynamism to the operation.

Early grouping of sponsors and banks enables each of them to focus on its specialty. Thus, the commercial banks often more familiar with Chinese financial regulations and approbation processes can quickly verify whether the client and/or the Chinese partner fulfill all the legal and administrative requirements or not. They might also be asked to assess the Chinese partner's financial health and the quality of its credit, to communicate with the international financial institutions and to prepare the project's financial plan to be submitted to export credit agencies and/or international financial institutions.

Solid co-operation between the sponsor and the creditors usually leads to more flexible contractual structures which are better armed to face the dynamic risk and all the uncertainties of the Chinese project financing environment.

Finally, coordination between the sponsor and the creditors gives more weight when comes the time to negotiate with the client. Undoubtedly, the importance of early involvement of the financial partners increases with the complexity (technical and financial) of the project.

5.4.3 Use Flexible financing Structures

The high risks, the difficulty to plan with sufficient precision projects' long term cash flows and the gaps in the Chinese legal system make the search for commercial loans arduous. Generally, foreign commercial banks do not invest important amounts in a project in China on the sole basis of expected cash flows. Consequently, external guarantees (in China and offshore) must be offered to the creditors to assure loans issuance. Thus, sponsors of major projects in China must be prepared to support part of the risk directly on the company's books.

In order to best fulfil the foreign creditors' requirements and thus encourage fund raising for the project, project financing in China should be based on various sources: expected cash flows, shareholders guarantees, assets mortgages in China and offshore, participation of export credit agencies and international financial institutions, support from foreign governments, etc.

Moreover, the structures have to stay simple. Often, sophisticated structures lead to the multiplication of the risks they attempt to mitigate. In the same vein, local authorities' level of familiarity with project financing techniques is likely to differ widely from a region/province to the other. Local governments in less developed central areas might be reluctant to adopt Western financial techniques commonly accepted in more developed regions (Beijing, Shanghai, Guangzhou).

5.4.4 Shorten the Investment Capital Recovering Period

Universally speaking, the longer the period a project lasts, the riskier the investment. This affirmation is undoubtedly true in China where obstacles to business planification are numerous. Moreover, as we mentioned earlier, the country is undergoing a period of economic transition that results in rapidly evolving social and political institutions, increasing the possibilities of sudden change in the rules of the game mid-stream in the project (without any control from the sponsor). Thus, contrary to countries and jurisdictions marked by clear and tested regulations where anticipation is relatively easy, it makes sense in China to limit to a minimum the investment capital recovering period, even if it means capping potential profits.

A possible strategy is the following (to be specified in the project documentation). The foreign sponsor should try to attract most of the cash flows at the beginning of the project up to a specified period of time or a certain amount (if the amount is not reached during the specified period). The majority of the cash flows should then be directed to the Chinese partner for the remaining of the project. This strategy should contribute to making the foreign and Chinese partners' interests converge.

In shortening its investment capital recovering period, the foreign sponsor reduces the amount of risk it bears while increasing the Chinese partner's potential profit. Thus, it is in the Chinese partner's interest to quickly satisfy the foreign sponsor's requirements in order not to delay its rights to the majority of the cash flows and maximize its expected profit. For its part, the foreign partner, which is often the technology and know-how provider, has every interest in ensuring the success of the project and maximizing its expected profit. Furthermore, the importance of an active participation from the foreign investor fades as the local partner gets used to the new technology and management and operation techniques. Thus, by the time the foreign investor recovers his investment capital, it is likely that the Chinese partner will master the new technology and will "wish" the departure, or at least a diminished role, of its foreign partner in the project. All in all, this strategy can prove appropriate for both partners.

5.4.5 Choose Important Projects for the Local and/or Central Authorities

The various levels of government in China maintain a great deal of influence over economic decisions. Among others, it is in their scope to approve projects and award the various required permits. Thus, support of the project from the authorities can ease enormously the often hectic passage through legal and administrative formalities.

Projects that relieve bottlenecks and favour local development, the government's "showcase" projects and projects with important on implications for the community or those that imply a long term commitment from the investors are all more likely to obtain support from both local and central Chinese authorities.

5.4.6 Support from International Financing Institutions or Foreign Governments

Participation in the project by international financing institutions (IFIs) reduces the risk for all participants. First, in providing an important source of capital, they allow for a reduced financial commitment from the other participants. Second, their participation help re-balance the relative power of host government (Chinese) and sponsors or creditors. Consequently, their involvement in large projects is generally welcomed by private creditors.

However, the participation of IFIs requires a long and complex administration process that is liable to slow the preparation phase and lengthen the financing arrangements period. It also imposes numerous additional monitoring activities during the

construction[28] as well as various requirements (environment, social and economic development of the communities, etc.) that are not necessarily compliant with the sponsor's interests.

5.4.7 Smaller Size Projects are Preferred

Apart from a few exceptions (for instance the Three-Gorges Project), the Chinese government policy is more favourable to smaller size projects. For the sponsors, smaller projects contain definite advantages. First, it reduces the administrative complications (central government authorization is compulsory only for projects over USD 30 million). Second, the needs for related infrastructures are lower, which limit the additional expenses of the sponsor and the host government. Finally, smaller projects usually lead to less subsided consumers, which lighten the government financial burden.

5.5 Alternative Form of Project Financing Structure Frequently Seen in China

The peculiar project financing environment in China (high risk, administrative and legal burdens, etc.) often leads sponsors to search for other means of financing than the traditional commercial loans. Furthermore, it is frequent that sponsors purposely structure the financing of projects so it falls out of the criteria specified by the Chinese authorities and thus slip out of the project financing laws and regulations.

Before the 1997-1998 Asian financial crisis, there has been an obvious tendency towards the following form of project financing in China, notably for expressway construction.

The project (the asset) is massively financed by share capital. However, the share capital investment is brought by a relatively indebted investor on the commercial debt and/or bond markets (usually) in Hong Kong or elsewhere. Because conventional project financing is complex and time-consuming, if the economic climate is appropriate and that there is an interest from private institutional investors (mostly in the US), this solution is possible. Besides, this method reduces greatly the financing arrangement period and the related costs, it is more flexible and easier to manage.

The risks of this kind of investments are obviously higher. However, there is a market for this form of bond issuance, notably the large investment funds searching for high yield projects which are ready to bear such a risk since it is integrated in a well diversified portfolio.

As the economic climate improves in China, there should be a new outbreak of this kind of project financing method is to be expected.

---

[28] As stated by a project financing expert in Canada, " the IFIs provide 10% of the financing and 90% of the headaches."

CONCLUSION

All in all, is resorting to project financing techniques when investing in China an optimal choice?

By definition, project financing is a tool used in corporate finance to solve a problem of size of the financing requirements and of the underlying risks of the project. In bringing together numerous partners bound by contracts so as to make everyone's interests converge in a single direction, project financing reduces the costs and the risks each participant has to bear. Thus, in the Chinese risky investment environment, resorting to project financing techniques can prove to be a successful strategy.

However, the peculiarities of the Chinese environment inevitably induce foreign investors to adapt their approach. First, the project sponsor often has to look to company headquarters for part of the financing and covering the risks uncommon in western countries. Second, the uncertainty and volatility of the economy and legal system suggests recourse to flexible contractual structures, which require a tight relationship between the sponsor and its financial partners. Finally, the enormous difficulties of executing reliable long-term commercial and financial planning encourage speeding up the capital investment recovery period (even if it means to cap future profits) and taking into consideration the financial concept of duration when proceeding to the investment analysis.

Though large-scale project start-ups have slowed down in the recent years, there is still a bright future to project financing in China. The need for infrastructure is huge and the government is unable to provide alone the enormous capital required. Moreover, as the legal system and the commercial practices get closer to international standards, the underlying risks of projects in China should decrease and thus foster foreign investors' appetites.

In the long run, the tendency should continue to lead toward less government support and recourse to multi-source financing structures. Nevertheless, foreign investors' success in China will depend on their ability to marry their Chinese partner's interests to their own. Assuming that they succeed in this task, recourse to project financing techniques is, without any doubt, an optimal solution.

BIBLIOGRAPHY

China Finance Manual, Asia Law & Practice Ltd. (1995) ISBN 962-7708-68-2

China Investment Manual 2nd Edition, Euromoney Publication (1998)

Economist Intelligence Unit, Business China 26 May 1997

Economist Intelligence Unit, Business China 1 March 1998

Economist Intelligence Unit, Business China, 4 January 1999

Economist Intelligence Unit, Business China 18 January 1999

Economist Intelligence Unit, Business China 1 February 1999

Economist Intelligence Unit, Business China 1 February 1999

Economist Intelligence Unit, Business China 30 August 1999

Economist Intelligence Unit, China Hand, November 1998

Economist Intelligence Unit, China Hand, 1 February 1999

Economist Intelligence Unit, Investing, Licensing & Trading, China, 28 February 1999

Euromoney Publications (Jersey), Asia Law & Practice, Project Finance Models for Greater China, New Solutions, New Strategies 1999

Jiangsu Expressway Company Limited, Annual Report 1998

Lang, Project Financing in Asia, Elsevier Science B.V., 1998

South China Morning Post, 9 April 1999

South China Morning Post, 22 April 1999

CONTACTS

Jethro Lau
Senior Manager Corporate Banking
The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)
Shanghai Branch

5/F Marine Tower, 1 Pudong Ave., Shanghai, 200120
Tel: (8621) 5876-1111
Fax: (8621) 5879-2238

Pierre Imhof
General Manager
Paribas, Shanghai Branch

Alexandre De Vathaire
Manager, Export and Project Finance
Paribas, Shanghai Branch

31/F, China Merchants Tower
66 Lujiazui Lu, Shanghai, 200210
Tel; (8621) 5879-7725
Fax: (8621) 5882-6780

Olivia Chen
Senior Manager
Rabobank Netherlands (China) Ltd.

33/F, China Merchants Tower
66 Lujiazui Lu, Pudong New Area
Shanghai 200210

Tel: (8621) 5888-9888
Fax: (8621) 5876-8088

Ciqiang Lu
Head of Credit & Marketing Department
Société Générale, Shanghai Branch

8F, Universal Mansion, 172 Yuyuan Lu
Shanghai, 200040

Tel: (8621) 6249-7500
Fax: (8621) 6249-7509

Terence W.K. Lee
Chief Operating Officer, China
ING Barings

33/F, Shanghai Senmao International Building
101 Yin Cheng Dong Lu, Pudong New Area
Shanghai, 200120

Tel: (8621) 6841-3355
Fax: (8621) 6841-2049

Le financement des projets en Chine

Introduction 3

1. Caractéristiques du financement des projets en Chine 3
1.1 Syndication et financement intérieur 3
1.2 Corruption et défaillance du système juridique 6
1.3 Manque de fonds 7
1.4 Difficultés éprouvées dans la répartition des risques 7
1.5 Manque d'infrastructures de soutien 8
1.6 Différences culturelles 8
1.7 Coûts des affaires et du lancement d'un projet en Chine 8
1.8 Investisseurs étrangers et financement des projets en Chine 9
1.9 Institutions multilatérales de financement et projets chinois 9
1.10 Financement de projet de type CET 10

2. Analyse détaillée des risques associés au financement des projets en Chine 12
2.1 Risque de change 13
2.2 Risque politique 13
2.3 Risques concernant les coentreprises 14
2.4 Risque concernant la bonne exécution des travaux 15
2.5 Risques en matière de rendement 16
2.6 Risque de marché 16
2.7 Risque en matière d'approbation gouvernementale 17
2.8 Risques associés aux garanties 18
2.9 Transparence du système juridique et détermination des prix 18
2.10 Conflits d'intérêts 19
2.11 Risque de crédit (manque de transparence de la comptabilité et des données sur le crédit) 19
2.12 Risque concernant les approvisionnements en carburant et le transport 20
3. Cadre juridique 21
3.1 Lois régissant l'investissement étranger 21
3.2 Types de nantissements autorisés par la législation chinoise 22
3.3 Autres aspects juridiques du financement de projet en Chine 24

4. Ententes contractuelles et organisation du financement propre à la Chine 25
4.1 Entente contractuelle limitant les risques du créancier 25
4.2 Exemples de structures de financement de projet propres à la Chine 26
4.2.1 New World Infrastructure 26
4.2.2 Hopewell Holding 28
4.2.3 Huaneng Power International et Shandong Rizhao 29

5. Le contexte du financement des projets en Chine et les ajustements qu'il nécessite 30

5.1 Un contexte risqué 30
5.2 Les relations spéciales entre les commanditaires et les créanciers étrangers 31
5.3 Facteurs importants pour la structure du capital dans le financement des projets en Chine 32
5.4 Facteurs de réussite dans le financement des projets en Chine 33
5.4.1 Bonne relation avec la Banque commerciale de son pays d'origine 33
5.4.2 Implication active des partenaires financiers dans le projet 34
5.4.3 Recours aux structures de financement souples 35
5.4.4 Réduction de la période de recouvrement de l'investissement .. 35
5.4.5 Choisir des projets importants pour les responsables locaux et les autorités centrales 36
5.4.6 Appui des institutions financières internationales ou des gouvernements étrangers 36
5.4.7 Préférence pour les projets plus petits 37
5.5 Autres modalités de financement des projets fréquents en Chine 37

Conclusion 38

Bibliographie 40

Contacts 41

Le financement des projets en Chine

Introduction

Le développement économique sans précédent de la Chine au cours des dernières années a mis en évidence la nécessité d'améliorer très rapidement ses infrastructures. Les grands projets d'infrastructures, concentrés au début dans la province de Guangdong au Sud du pays et financés essentiellement par des sociétés implantées à Hong Kong, sont maintenant lancés dans plusieurs régions du pays avec la participation d'investisseurs de divers pays.

Conscient qu'il ne dispose pas des capitaux énormes indispensables pour réaliser les projets dont il a besoin, le gouvernement chinois cherche activement des investisseurs étrangers prêts à participer au financement de ses projets. De plus, comme la Banque mondiale réduit ses apports de capitaux dans le cas des projets réalisés en Chine[1], le marché chinois du financement des projets va devoir faire davantage appel aux investisseurs privés.

Parallèlement au développement économique du pays et à sa plus grande ouverture sur le monde, le système juridique et la réglementation en matière d'investissement de la Chine s'harmonisent lentement aux normes internationales. Même si beaucoup d'améliorations ont été apportées au cours de la dernière décennie, le financement des projets chinois reste une activité très risquée dans laquelle règne beaucoup d'incertitude. Ce document cherche à préciser les modalités et les risques du financement de projets en Chine, ainsi qu'à décrire diverses stratégies mises en œuvre par des investisseurs qui ont obtenu de bons résultats.

1. Caractéristiques du financement des projets en Chine

1.1 Syndication et financement intérieur

Le fait que les sociétés chinoises éprouvent davantage de difficultés à accéder à des crédits étrangers a favorisé l'apparition d'un marché intérieur de la syndication capable de financer des projets de grande envergure. Toutefois, ce marché reste très limité dans le cas des syndications visant à obtenir des prêts en devises étrangères et il continue à se heurter à un certain nombre de difficultés, parmi lesquelles ont peut citer les suivantes :

---

[1] La Chine est le pays qui reçoit le plus de fonds de la Banque mondiale avec trois milliards de dollars US par an depuis 1993.

- le marché chinois des capitaux reste sous-développé et pas assez sophistiqué pour évaluer les risques de façon satisfaisante;
- en règle générale, les entrepreneurs étrangers préfèrent être payés en devises fortes;
- les prêts consentis en RMB le sont souvent pour une période plus courte (7 à 8 ans) que la plupart des titres de créance internationaux;
- fixer les taux d'intérêt sans mettre en péril la banque émettrice en cas de fluctuations des taux peut se révéler difficile[2]; et
- comme dans la plupart des économies émergentes, la Chine ne dispose pas encore d'instruments de couverture des risques et le recours aux instruments dérivés est souvent illégal.

Cela dit, plusieurs éléments plaident en faveur d'une plus grande utilisation du financement intérieur et d'un rôle plus important des banques chinoises pour financer les projets réalisés en Chine. Tout d'abord, la dévaluation possible du RMB incite les commanditaires à réduire leur exposition aux risques de change. En second lieu, les recettes générées par la plupart des projets chinois sont exprimées en RMB, ce qui rend plus logique et plus prudent de faire appel à des prêts formulés également en devises locales.

De plus, le gouvernement chinois impose que tous les éléments d'un projet qui peuvent être fabriqués en Chine soient achetés sur place. Cela réduit le besoin de devises étrangères et d'aide des organismes de crédit à l'exportation que les banques étrangères exigent souvent pour consentir des prêts commerciaux. Les approvisionnements sur place favorisent également une plus grande participation des banques commerciales chinoises quand on en vient au financement des projets.

Enfin, même si la législation chinoise permet le rapatriement des bénéfices et la conversion en devises étrangères pour rembourser les créanciers étrangers, le processus se révèle difficile, aussi bien d'un point de vue administratif que juridique. De plus, il est aléatoire de prédire la cohérence du cadre juridique qui régira l'accès à des devises étrangères pour toute la durée d'un projet.

Les lois chinoises permettent la participation croisée de banques chinoises et étrangères à des consortiums bancaires, à condition que les banques chinoises ne soient pas subordonnées aux banques étrangères. Elles doivent avoir les mêmes droits en matière de remboursement de la dette, d'accès à des hypothèques garanties par des actifs et du point de vue des droits contractuels. Les autorités chinoises peuvent contester un accord conclu entre les créanciers si elles estiment que celui-ci est trop favorable aux créanciers étrangers.

---

[2] Les taux d'intérêt sur les prêts en RMB sont fixés par la Banque populaire de Chine. Ils n'obéissent donc pas aux lois du marché et sont soumis à des considérations politiques.

Quand des projets sont financés en Chine en utilisant des prêts croisés de banques chinoises et étrangères, il arrive souvent que deux sociétés de fiducie soient constituées pour gérer les titres, une en Chine et une à l'étranger. La société chinoise gère alors les titres concernant les immobilisations et les comptes en RMB, alors que la société étrangère s'occupe des comptes en devises étrangères. Cette pratique permet de disposer d'un meilleur contrôle sur les appels de garantie en devises étrangères (ou émises par des institutions étrangères) par les créanciers étrangers. Les banques chinoises assument aussi souvent le rôle d'agent de sécurité dans les consortiums auxquels participent des banques étrangères. Dans ce dernier cas, les créanciers étrangers exigent en général que l'accord conclu entre les créanciers soit soumis à la législation d'un autre pays que la Chine, le plus souvent celle du Royaume-Uni.

Le processus administratif des émissions de garanties peut être simplifié en faisant la distinction entre les services assurés par le commanditaire étranger et le commanditaire chinois, en précisant par exemple que le premier s'occupe du crédit en devises étrangères alors que le second s'occupe du crédit en RMB. Comme le commanditaire chinois n'émet aucune garantie sur le prêt en devises étrangères, il n'est pas nécessaire d'obtenir une approbation gouvernementale.

L'accès que les banques étrangères ont au RMB reste très limité. C'est pourquoi celles-ci, dans le cadre de consortiums, s'intéressent davantage aux accords financiers et aux prêts en devises étrangères. Toutefois, l'accession imminente de la Chine à l'OMC et l'ouverture progressive du secteur bancaire chinois aux institutions financières étrangères permet de s'attendre à des modifications importantes dans ce domaine[3]. En vérité, si les banques étrangères ont un meilleur accès à la devise chinoise, cela leur permettra de financer une partie plus importante des projets en devises locales. Une chose est certaine : la capacité à financer des projets importants en RMB devrait augmenter sensiblement et devenir, avec le temps, un élément important des modalités de financement des projets en Chine.

Financement par obligations

À quelques exceptions près, les organismes finançant des projets en Chine n'ont, jusqu'à maintenant, eu que très peu recours aux obligations pour recueillir des capitaux, malgré les excellentes possibilités qu'offre cette méthode. Cela s'explique essentiellement par le manque de maturité du marché chinois des capitaux (qui complique l'émission d'obligations) et par l'absence d'outils juridiques pour régir ce type de transaction.

---

[3] Les institutions étrangères devraient avoir accès aux marchés bancaires et financiers de la Chine cinq ans après l'accession de celle-ci à l'OMC.

1.2 Corruption et défaillance du système juridique

Le financement des projets repose dans une large mesure sur une série de contrats liant toutes les parties à un projet. La validité de ces contrats dépend pour beaucoup du système juridique du pays hôte et, dans une moindre mesure, de ceux des autres pays concernés.

Plusieurs pays asiatiques, dont la Chine, ne sont pas parvenus à ce jour à se doter d'un cadre permettant d'adopter une méthode totalement transparente de gestion de tels types de contrats. Ces pays éprouvent aussi des difficultés à exécuter de tels contrats de façon cohérente et équitable. Il arrive très souvent que la législation nécessaire n'existe tout simplement pas, ou si elle existe, qu'elle soit défavorable aux investisseurs étrangers.

En Chine, l'implication de tout un ensemble d'organismes gouvernementaux dans un projet peut provoquer beaucoup de confusion. C'est ainsi qu'il peut se révéler très difficile de déterminer quel niveau ou quel organisme du gouvernement doit accorder les nombreuses autorisations nécessaires avant que le travail ne puisse commencer, ou quand les travaux sont en cours. Les nombreux rôles qu'assument les organismes gouvernementaux chinois augmentent également la probabilité de conflit d'intérêts. Il n'est en effet pas rare de voir une société d'État chinoise se comporter comme un partenaire dans un projet tout en étant en même temps l'acheteur du produit fini. De plus, l'opacité de certains textes de loi régissant les affaires, et la présence de règlements et d'usages non écrits qui défavorisent les investisseurs étrangers, nuisent aussi à la conclusion d'accords de financement des projets.

Dans certains cas, les intérêts des responsables provinciaux et locaux ne sont pas les mêmes que ceux des membres du Conseil d'État et leurs décisions ne cadrent pas avec les politiques du gouvernement national de Beijing, ou les contredisent. En conséquence, les commanditaires et les financiers des projets se retrouvent parfois, sans que ce soit de leur faute, entre les feux croisés des politiciens provinciaux et des membres du Conseil d'État.

L'absence de transparence, le rôle important joué par le gouvernement dans l'attribution des contrats et la lourdeur de la bureaucratie chinoise accroissent les possibilités de corruption. Même si le gouvernement affirme combattre maintenant en toute lumière ce phénomène à l'échelle nationale, la Chine reste, aux yeux des dirigeants du monde des affaires, un des pays dans lesquels la corruption est la plus répandue[4]. Le rôle du système juridique dans le financement des projets est abordé dans une section ultérieure.

---

[4] Dans une enquête sur la corruption réalisée auprès des gens d'affaires et publiée dans le *Asian Wall Street Journal* du 22 octobre 1996, la Chine vient en 49e place (sur 53 pays), ce qui en fait un des pays dans lequel le niveau de corruption est jugé comme l'un des plus élevés dans le monde. Le Canada, lui, est classé en cinquième place.

1.3 Manque de fonds

Il est évident que les ressources financières traditionnelles des gouvernements ne suffiront pas à répondre aux immenses besoins de l'Asie en capitaux, ni à court terme ni à moyen terme. Les gouvernements asiatiques sont confrontés à des pressions budgétaires de plus en plus importantes et leurs recettes fiscales sont loin d'être suffisantes. De plus, les banques commerciales proposent des durées de financement beaucoup trop courtes puisque celles-ci sont au maximum de dix ans alors qu'il faudrait qu'elles soient de 20 à 30 ans pour les projets de grande envergure. Les sommes offertes sont également insuffisantes. En vérité, le manque de fonds en Asie ne s'explique pas par l'absence de stock de capitaux destinés au financement mais par la rareté des prêts. En Chine, le problème est aggravé par l'absence de canaux permettant de rediriger les montants énormes d'épargne à l'échelle nationale vers des investissements rentables.

1.4 Difficultés éprouvées dans la répartition des risques

Par définition, le financement de tout projet impose d'attribuer à chacun des participants les risques qu'il est le mieux en mesure de contrôler et de gérer. En Asie, la principale difficulté à laquelle se heurtent les financiers est précisément de déterminer quelle partie est la mieux en mesure de gérer les divers risques. Un commanditaire, désireux de réduire le risque politique, peut décider d'impliquer un organisme gouvernemental dans le financement d'un projet pour découvrir, souvent trop tard, que cet organisme n'a en réalité aucun pouvoir sur les décisions politiques touchant le projet. Dans la pratique, il est souvent difficile d'évaluer la fiabilité et la solvabilité des diverses entreprises et organismes gouvernementaux participant à un projet. Cette incertitude est encore accrue quand les organismes gouvernementaux, jouant plusieurs rôles dans la mise en place d'un projet, ne respectent pas nécessairement les lois du marché.

Les relations complexes qu'il y a entre les organismes gouvernementaux chinois, les lois spéciales qui leur accordent l'immunité contre les investisseurs étrangers et la qualité souvent déficiente de leur tenue de livres rendent les évaluations de risque très difficiles. En règle générale, les méthodes d'évaluation de risque et de détermination du crédit utilisées par les organismes occidentaux sont inadaptées aux conditions particulières que l'on trouve en Chine.

Le manque de maturité du marché chinois des valeurs mobilières, exception faite de celui de Hong Kong, s'ajoute aux problèmes auxquels on se heurte pour financer des projets dans ce pays. Le volume des titres de valeur mobilière sur le marché est encore faible, le marché lui-même est encore volatile et les investisseurs ne prennent pas toujours des décisions rationnelles. Le manque de maturité du marché des obligations empêche donc, pour l'instant, le gouvernement d'émettre des obligations à long terme en grande quantité pour financer les projets de grande envergure.

1.5 Manque d'infrastructures de soutien

Des tâches très simples en Occident peuvent se révéler beaucoup plus compliquées en Chine du fait de l'absence d'infrastructures de soutien adaptées. On pense en particulier ici au sous-développement des réseaux de transport et de distribution, aux lacunes technologiques, au manque de compétences locales, à l'accès limité à des informations de base sur les ressources disponibles au niveau local et à la fiabilité douteuse de certaines statistiques gouvernementales. C'est ainsi que l'alimentation en charbon des centrales thermiques de la Chine peut poser parfois des difficultés à cause des déficiences du réseau ferroviaire.

1.6 Différences culturelles

Avec la mosaïque de traditions culturelles et religieuses que l'on retrouve dans des pays comme la Malaisie, l'Indonésie, la Chine et la Thaïlande, l'Asie est un exemple vivant de diversité. Ces différences sociales et politiques se traduisent non seulement dans la vie quotidienne des populations asiatiques, mais également dans ses usages en affaires, dans ses styles de négociation et dans sa façon d'interpréter les lois et les contrats. Le fait d'ignorer les particularités régionales lors de la mise sur pied de projets en Asie, et bien évidemment en Chine, peut facilement être à l'origine d'un échec. De la même façon, les écarts entre les taux de développement socio-économique des diverses régions de la Chine sont à l'origine des différences d'état d'esprit de la population et d'usages en affaires. Il faut en tenir compte lors de la mise sur pied d'un projet.

1.7 Coûts des affaires et du lancement d'un projet en Chine

Les risques que présente la mise en œuvre de projets en Chine restent assez élevés. La décentralisation de la négociation des contrats vers les provinces[5], tout en éliminant une couche de bureaucratie, a nui à la cohérence des contrats d'un projet à l'autre. Elle oblige également les investisseurs à évaluer la fiabilité financière des autorités locales avec lesquelles ils négocient, une tâche pratiquement impossible.

Les recherches de la Société financière internationale (SFI), l'affiliée de la Banque mondiale qui s'occupe des prêts au secteur privé, portent à croire qu'il coûte plus cher de lancer un projet en Chine que n'importe où ailleurs dans le monde. D'après la SFI, il faut en général deux fois plus de temps aux participants à un projet en Chine pour le lancer qu'en Amérique du Sud, 80 % de plus qu'en Afrique du Sud et quatre fois plus de temps qu'au Pakistan.

---

[5] Le gouvernement central incite les provinces à mettre sur pied les projets elles-mêmes (l'approbation du Conseil d'État n'est plus nécessaire pour les projets d'un valeur inférieure à 30 millions de dollars US). Les projets de type construction-exploitation-transfert (CET) sont cependant encore négociés par les autorités centrales et les ententes en matière de conversion de devises étrangères doivent l'être avec l'administration de l'État du change étranger (State Administration for Foreign Exchange – SAFE).

1.8 Investisseurs étrangers et financement des projets en Chine

Malgré l'attention particulière accordée par le gouvernement central au développement des infrastructures dans le cadre de son neuvième Plan quinquennal (1996-2000), la participation étrangère aux projets chinois d'infrastructures diminue. Ce phénomène s'explique surtout par trois éléments. Tout d'abord, les taux de rendement sur l'investissement offerts par le gouvernement n'ont jamais répondu aux attentes des commanditaires ni des banques étrangères. En second lieu, les modèles de financement de projets proposés par le gouvernement n'ont pas réussi à séduire le milieu financier international. Enfin, la diminution des liquidités sur le marché chinois, découlant du fait que les banques étrangères estiment que les marchés asiatiques sont plus risqués, complique l'élaboration d'ensembles de solutions financières.

De plus, les risques qui vont de pair avec le financement des projets en Chine continuent à être perçus comme plus élevés que dans le reste de l'Asie. Les prix doivent en effet être calculés en RMB et, même si le gouvernement garantit la convertibilité des recettes en RMB en devises étrangères, toute modification à la structure de prix (kWh, frais divers, etc.) doit être approuvée à l'avance par le service local de détermination des prix. Enfin, quand le remboursement d'un prêt est étalé sur des périodes allant de 15 à 25 ans, l'incertitude quant à la valeur du RMB sur cette durée présente d'autres difficultés.

1.9 Institutions multilatérales de financement et projets chinois

Dans le cas des projets réalisés en Chine, la Banque mondiale n'offre que des garanties partielles, ou ne garantit totalement les risques que pour une période précise de la durée de financement. Ces garanties partielles prolongent en général la durée des prêts au-delà de ce que les créanciers privés sont en mesure d'offrir. Comme les garanties de la Banque mondiale nécessitent une garantie croisée du gouvernement hôte, que le gouvernement chinois refuse d'émettre, la Banque mondiale n'a accordé aucune garantie de crédit aux projets chinois depuis 1995.

Ces conditions de garantie ne s'appliquent toutefois pas à tous les organismes multilatéraux de financement. C'est ainsi que l'entité du groupe de la Banque mondiale qui s'occupe des prêts internationaux au secteur privé, la Société financière internationale (SFI), offre des modalités de financement sous forme de capital-actions et d'emprunts. À ce jour, elle a investi au-delà de 459 millions de dollars US dans 38 projets chinois et recueilli en plus environ 593 millions de dollars US dans le cadre de son programme de consortium de prêts[6].

---

[6] Economist Intelligence Unit, 1er mars 1998.

L'Agence multilatérale de garantie des investissements (AMGI) offre des garanties contre divers risques politiques (transferts de capitaux, risque de guerre et de troubles civils, expropriation, etc.) dans le cas des investissements sous forme de capital-actions et de prêt de capitaux. Ces garanties sont cependant limitées à 50 millions de dollars US par projet et à 150 millions de dollars US par pays[7].

Les organismes nationaux de crédit à l'exportation acceptent souvent de garantir certains des projets sans obtenir de garantie du gouvernement hôte. Dans la plupart des cas, ces organismes se révèlent des intervenants majeurs dans l'obtention du financement d'un projet en Chine.

1.10 Financement de projet de type CET

Jusqu'en 1998, le gouvernement chinois laissait entendre que le financement des projets de type CET pourrait être et deviendrait une façon efficace d'attirer des capitaux étrangers dans le pays et de financer les infrastructures dont la Chine a besoin. C'est probablement pour ces raisons que la signature du premier accord de financement d'un projet d'infrastructure de type CET (la centrale électrique Laibin B), en novembre 1996, a fait l'objet de beaucoup de publicité en désignant cet établissement comme un modèle de base pour des projets ultérieurs.

Toutefois, les espoirs du gouvernement et des commanditaires ne se sont pas concrétisés et très peu d'autres modalités de financement de type CET ont été mises en œuvre à la suite du projet Laibin B[8]. Ce manque d'enthousiasme envers ce type de projet de la part des commanditaires étrangers s'explique par l'absence de réglementation officielle, transparente et permanente, par le manque de familiarité des autorités gouvernementales chinoises avec les techniques utilisées pour ce type de financement et par le manque de transparence du processus d'attribution des concessions. Les prix des services fournis par les infrastructures construites de cette façon (kWh, frais divers, etc.) continuent à relever du gouvernement local, ce qui revient à financer un risque contrôlé par une tierce partie ayant des intérêts divergents. En conséquence, si ce type de financement attribue le plus souvent le contrôle de la gestion du projet au commanditaire (ce qui aide le plus souvent à limiter les coûts et à accroître la marge de rentabilité), le financement de type CET, ou tout autre forme de financement passant par l'attribution de concessions, n'offre pas d'avantages marqués pour le commanditaire.

Les modalités de type CET ont également perdu une partie de leur attrait aux yeux des autorités. Au début, ces modalités étaient perçues par le gouvernement chinois comme un moyen simple d'accéder au financement international sans devoir trop s'impliquer.

---

[7] En 1997, l'Agence a accordé des garanties pour quatre projets réalisés en Chine, pour un total de 39,7 millions de dollars US.

[8] Deux autres centrales électriques, deux usines de traitement des eaux usées et un pont ont bénéficié d'un financement de type CET.

Le financement de projets de type CET permettait également de bénéficier des compétences et des transferts de technologie, ce qui était et continue à être un objectif essentiel des autorités chinoises. Ce type de modalités n'élimine cependant pas la notion de dette ou l'obligation de remboursement et reste donc un outil de financement risqué, en particulier pour les projets destinés à répondre à une demande passablement volatile.

Il semble, en résumé, que seuls les projets présentant un intérêt majeur pour le gouvernement central puissent obtenir un financement de type CET, dans la mesure où celui-ci a les moyens d'imposer ce type de modalités aux autorités locales par l'intermédiaire de la Commission de l'État sur le développement et la planification (State Development & Planning Commission – SFPC). Des projets de réalisation de grandes routes et de ponts, qui semblaient pouvoir, au départ, être financés par le modèle CET, ont été retirés de la liste parce qu'on leur accordait une importance stratégique et qu'ils étaient, de ce fait, incompatibles avec ce modèle de financement. De plus, les commanditaires éventuels doivent s'assurer qu'ils ont une entente claire avec les autorités centrales avant d'étudier sérieusement un financement de type CET.

L'héritage du modèle CET dans le financement des projets en Chine

Même si les modalités de financement de projets de type CET ne sont pas devenues la méthode privilégiée par les autorités chinoises pour lancer des projets de grande envergure, ces dernières ont retenu plusieurs de ses caractéristiques, ce qui a eu des répercussions favorables sur le financement privé des projets chinois d'infrastructures. Les observations qui suivent reposent sur des projets de centrales électriques, mais peuvent facilement être transposées à d'autres secteurs d'activité.

a) *Tendance aux appels d'offres concurrentiels pour mettre les projets en route :* Non seulement cette pratique assure une plus grande transparence dans l'attribution des contrats, mais elle a également tendance à réduire considérablement la durée des négociations. Toutefois, elle centre les négociations sur les autorités centrales et, en même temps, complique l'instauration de relations entre le commanditaire et les organisations locales avec lesquelles il doit traiter tout au long du déroulement du projet (par exemple le Bureau local de l'énergie). Ce processus nécessite également des étapes de préparation et de tri qui prennent du temps pour le commanditaire.

b) *Règlement des différends :* Les projets de type CET nécessitent des accords d'arbitrage indépendants, dans un forum commun et neutre[9], pour tout conflit apparaissant entre les participants au projet concernant l'ensemble des contrats de ce projet. De telles modalités présentent au moins trois avantages :

---

[9] Le forum de règlement des différends est la Commission internationale d'arbitrage économique et commercial de Chine (International Economic & Trade Arbitration Commission (CIETAC)) située à Beijing.

- elles garantissent un processus d'arbitrage cohérent pour les principaux contrats du projet;
- elles permettent de s'attendre à un système plus équitable et non partisan d'arbitrage; et
- elles regroupent les dispositions en matière d'arbitrage dans un contrat indépendant, ce qui réduit la probabilité qu'une partie quelconque à ce contrat demande d'y mettre fin pour une raison banale. La résolution de ces conflits relève des tribunaux locaux.

c) Le troisième avantage relève de la répartition des risques entre les parties chinoises. Une dimension importante de la structure CET est l'attribution d'une concession par le gouvernement provincial. Le contrat de concession comporte des dispositions sur l'exploitation de l'infrastructure et les principales dispositions de l'accord d'achat. Du point de vue du commanditaire éventuel, cette structure aide à réduire les risques concernant le marché et le crédit grâce à un endossement partiel de l'accord d'exploitation par le gouvernement provincial. De plus, cette méthode n'est pas considérée comme une garantie émise par le gouvernement provincial et est donc autorisée par la législation chinoise.

Cette forme de participation du gouvernement provincial pourrait également apparaître comme une nouvelle façon de gérer les risques politiques, où au moins ceux qui concernent les risques de modifications de la législation, de changements des taux et d'annulation du contrat. Les projets de production d'électricité qui ne sont pas du type CET comprennent déjà, dans le cadre de la documentation sur le produit, des dispositions (sur la cessation et sur les achats) qui obligent le gouvernement provincial à racheter le projet à un prix fixé d'avance en cas de changements politiques majeurs. Si cela est loin d'être parfait du point de vue des commanditaires et des créanciers étrangers, cette modalité de fonctionnement constitue cependant une nouveauté intéressante en ce qui concerne la répartition des risques politiques pour le financement des projets réalisés en Chine.

d) Un autre aspect du financement des projets en Chine qui provient des modalités CET est la tendance à l'exploitation des infrastructures par des sociétés étrangères, au moins dans le secteur de l'énergie.

2. Analyse détaillée des risques associés au financement des projets en Chine

Si tous les risques décrits ci-dessous ne sont pas propres au financement des projets en Chine, ils sont amplifiés par la situation économique particulière de ce pays et par les modifications sociales qu'on y constate. Le processus de libéralisation économique de la Chine a abouti à une combinaison originale d'économie planifiée et centralisée, dans laquelle les décisions en matière d'investissement sont prises essentiellement par

la bureaucratie du gouvernement central de Beijing, et à l'apparition de gouvernements locaux et provinciaux très entreprenants qui ne se conforment pas toujours aux exigences et à la planification de ce gouvernement central.

2.1 Risque de change

Les entités qui participent au financement des projets doivent naturellement faire face au problème du change des devises étrangères provoqué par la disparité entre les monnaies servant au remboursement de la dette à l'étranger et celle dans laquelle sont comptabilisées les recettes du projet. En Chine, le risque de change comprend deux éléments importants.

Le premier est la dévaluation du RMB. Le taux de change du RMB en devises étrangères est fixé par la Banque de Chine et fait l'objet d'ajustements périodiques. En l'absence de mécanismes transparents pour déterminer la valeur de la devise locale et de politique transparente de couverture de change à terme, le risque de dévaluation devient très important lors du financement de projets en Chine et impose de porter une attention toute particulière à toutes les dispositions contractuelles concernant le change de devises. De plus, les autorités (SAFE) interdisent l'indexation des prix des ententes d'exploitation en fonction des fluctuations des devises étrangères.

Le second élément important en ce qui concerne le risque de change concerne l'accès aux devises étrangères et leur transfert à l'étranger. Ces procédures ont été réglementées par les autorités chinoises au cours des dernières années et, même si certaines sociétés étrangères ont subi à l'occasion des retards administratifs pour les transferts de devises étrangères à l'étranger, elles s'accommodent en général assez bien de la situation. Toutefois, la cohérence des politiques en matière de change tout au long du projet n'est pas garantie et ajoute un autre risque pour les investisseurs étrangers.

2.2 Risque politique

Le risque politique reste très difficile à réduire et, dans certains cas, c'est pratiquement impossible. Il incombe donc à chaque investisseur de préciser le niveau de risque qu'il est prêt à accepter.

Les risques politiques auxquels on se heurte en Asie peuvent prendre de nombreuses formes. Il peut s'agir de la stabilité des gouvernements et de leurs politiques, d'une bureaucratie excessive qui provoque des retards dans l'obtention des permis et qui entraîne des coûts additionnels, de l'imposition arbitraire de taxes et de contingents, etc. Même si l'histoire moderne de la Chine (après 1949) est truffée d'exemples extrêmes de risque politique (expropriation après la victoire des Communistes, révolution culturelle, etc.), la période qui a suivi la réforme économique, c'est-à-dire après 1979, n'a été le témoin d'aucune de ces situations extrêmes. Le gouvernement central s'est efforcé tout au long de cette période de faciliter et de favoriser

l'investissement étranger et de mettre en place un contexte plus favorable aux échanges commerciaux. Même si, d'après les normes occidentales, l'économie chinoise reste fermement sous le contrôle de l'État, les politiques adoptées par le gouvernement central au cours des deux dernières décennies ont sensiblement réduit son contrôle sur l'économie nationale et ont permis de relâcher certains aspects de cette mainmise, comme la gestion et la production, la répartition des ressources et la détermination des prix.

La Constitution de la République populaire de Chine, et des lois récentes sur les coentreprises sino-étrangères et les entreprises étrangères en pleine propriété contiennent des dispositions visant à protéger l'investissement étranger contre les formes extrêmes de risque politique (expropriation, nationalisation, etc.). La formulation de ces textes reste cependant très générale et peut amener à des interprétations divergentes de la part des diverses parties concernées.

Le rythme et l'ampleur des réformes destinées à aligner l'économie chinoise sur les pratiques en vigueur à l'échelle internationale dépendent des convictions et de l'influence des hauts dirigeants du Parti communiste chinois. Toute modification aux échelons supérieurs du gouvernement pourrait avoir des répercussions directes sur le contexte économique national, et donc sur les plans des investisseurs étrangers. De la même façon, les modalités d'ajustement économique peuvent aboutir à une déstabilisation sociale et au mécontentement de la population si un chômage élevé apparaissait dans certaines régions à la suite de réformes apportées aux sociétés d'État.

Les homologues chinois sont de plus en plus réticents à assumer une partie du risque politique, même s'ils semblent en excellente position pour le faire. En conséquence, les commanditaires et les créanciers étrangers doivent négocier les responsabilités entre eux pour faire face à toute situation qui pourrait découler d'un risque politique. En règle générale, il ne faut pas négliger le risque politique s'il s'agit de financer des projets en Chine.

2.3 Risques concernant les coentreprises

Le financement de la plupart des projets suppose, en Chine, la création d'une coentreprise sino-étrangère, ce qui ajoute un élément de risque. D'après la législation chinoise, les partenaires doivent indiquer dans le contrat de coentreprise, ce que seront leurs apports respectifs au capital de celle-ci. Tout écart par rapport au calendrier et au montant convenu à l'avance peut avoir des conséquences graves, y compris l'annulation du permis d'exploitation de la coentreprise et la fin de son existence juridique. Du point de vue des créanciers et des commanditaires étrangers, le risque tient davantage à l'incertitude quant à la ponctualité de l'apport en capital des partenaires chinois.

Même si un partenaire chinois peut rapatrier ses profits, les modalités pour le remboursement de la dette en devises étrangères pourraient provoquer des problèmes. De plus, le versement des dividendes et la répartition des profits nécessitent d'abord une résolution à cet effet de la part du conseil d'administration de la coentreprise. Le contrôle sur l'entreprise du projet par son conseil d'administration et par sa direction est donc essentiel pour le partenaire étranger, en particulier quand le remboursement des créanciers étrangers dépend de la répartition des profits, qui nécessite le feu vert du conseil d'administration.

Il faut garder à l'esprit que le fait de prendre un partenaire local en Chine comporte beaucoup plus de risques qu'au Canada. Même si la coentreprise est, en termes juridiques, indépendante de ses propriétaires, l'arrivée d'un investisseur étranger peut modifier la situation du partenaire local, ses engagements et ses droits antérieurs et avoir des conséquences néfastes sur cette coentreprise et sur le partenaire étranger. L'exemple qui suit illustre ce type de risque.

Il y a plusieurs années, West Coast Energy a investi dans un projet de production d'électricité dans la région de Shanghaï. Afin de rentabiliser ses activités, la coentreprise sino-étrangère mise en place pour le projet devait relier son installation de production au réseau de Shanghaï. Toutefois, le gouvernement municipal a refusé la demande de West Coast en prétendant que le partenaire chinois devait six mois d'électricité à la municipalité. Ce partenaire chinois avait déjà six mois de retard dans l'acquittement de ses factures d'électricité avant l'investissement de West Coast Energy et cela n'avait pas semblé gêner les autorités locales à l'époque. La création de la coentreprise avec un investisseur étranger a amené le gouvernement local à changer de position et à imposer des restrictions imprévues au projet et à West Cost Energy.

Cet exemple souligne bien une particularité des affaires en Chine. Comme l'a indiqué l'un des agents du Consulat du Canada à Shanghaï, « le risque le plus important quand vous faites des affaires en Chine ne vient pas de ce que vous ne savez pas, mais plutôt de ce que vous ne savez pas que vous ne savez pas. » Les risques les plus importants ne tiennent pas à des variables inconnues mais plutôt à l'existence d'éléments qu'une société étrangère néglige ou à des effets inattendus (et imprévisibles) de son comportement sur des acteurs qui n'étaient pas concernés auparavant par le projet.

2.4 Risque concernant la bonne exécution des travaux

Une façon courante de réduire les risques concernant la bonne exécution des travaux est de recourir à un contrat clé en main. En règle générale, dans le cas des projets réalisés en Chine, l'entreprise responsable du projet passe un contrat clé en main avec un entrepreneur chinois. Celui-ci est souvent le partenaire chinois de la coentreprise, ou une société affiliée. Les conflits d'intérêts qui peuvent découler de cette situation et la résistance habituelle des entrepreneurs chinois à participer à des contrats régis par les normes internationales font qu'il est difficile de négocier des contrats clés en main qui répondent pleinement aux attentes des créanciers et des commanditaires

étrangers. Dans la mesure du possible, ces contrats clés en main devraient préciser la date de réalisation des principales étapes du projet, ainsi que des critères en matière de rendement et des clauses fixant les dédommagements à verser en cas de non-respect des exigences définies dans le contrat (clauses de dommages-intérêts convenus).

2.5 Risques en matière de rendement

Même si les créanciers sont, en général, prêts à assumer des risques de rendement une fois que le projet est terminé, ils cherchent à les réduire en confiant l'exploitation à une société réputée. Dans le cas du financement d'un projet chinois classique, cette tâche est laissée au partenaire chinois de la coentreprise ou à une société affiliée. Toutefois, si le commanditaire étranger est une société fiable dans le secteur concerné, sa participation à la phase opérationnelle peut sensiblement réduire les risques aux yeux des créanciers étrangers.

2.6 Risque de marché

En Chine, ce sont depuis longtemps les gouvernements qui décident de construire des infrastructures et qui les gèrent par la suite. En conséquence, les prix des services qui touchent les infrastructures publiques comme l'électricité, les routes, l'eau et le gaz, continuent à être contrôlés de façon rigoureuse par l'État. Il n'est pas rare de voir des responsables gouvernementaux s'opposer, par crainte de protestations du public, aux niveaux de prix exigés par les financiers dans le cas de produits et de services qui étaient auparavant subventionnés par l'État.

Depuis l'adoption des réformes économiques à la fin des années 1970, le gouvernement chinois a, de façon périodique, cessé d'exercer un contrôle des prix sur un grand nombre de produits et de services. Les services publics restent toutefois fortement réglementés et échappent au contrôle des financiers. De plus, le manque d'informations sur la demande, qui est souvent surévaluée, sur l'élasticité et sur d'autres variables qui ont des répercussions sur les prix pose des problèmes graves lors de la phase de planification des recettes d'un projet.

Le risque de marché pour les projets réalisés en Chine découle de la situation particulière de ce pays qui enregistre une croissance économique rapide en même temps que des disparités régionales des niveaux de développement. Non seulement les besoins en infrastructures et la qualité des installations actuelles varient d'une région à l'autre, mais le pouvoir d'achat de la population et son cycle de consommation diffèrent également. En conséquence, la demande finale est non seulement difficile à évaluer, mais elle varie en plus dans le temps et selon les régions.

C'est ainsi que, dans le secteur de l'énergie, la mise à niveau de la technologie d'un certain nombre d'usines a réduit sensiblement leur consommation d'énergie, et donc, la demande finale. Dans l'intervalle, un ralentissement des développements immobiliers a

eu un effet comparable. Du point de vue des promoteurs, ces ajustements de la demande sont très difficiles à anticiper et un certain nombre d'entre eux se sont trouvés face à des marchés beaucoup plus petits que prévu.

Cette difficulté à évaluer la demande finale apparaît également quand il s'agit de construire certaines infrastructures routières. Les projets destinés à relier les grands centres urbains des provinces côtières les plus riches peuvent en général aller de l'avant sans trop d'inquiétude. Dans certains cas, la nouvelle route relie deux grands centres d'activité économique et soulage un problème de congestion déjà existant. À l'opposé, les projets de construction d'infrastructures routières dans les régions les plus pauvres sont souvent entrepris avant de devenir absolument nécessaires. Ils sont destinés à favoriser le développement économique dans la région concernée. Il va sans dire qu'il est alors très difficile de tenter d'évaluer la demande finale dans ce type de situation et que cela rend le projet beaucoup plus risqué.

2.7 Risque en matière d'approbation gouvernementale

La mise sur pied de toute transaction destinée à financer un projet quelconque en Chine nécessite le feu vert des autorités. Sans cette approbation, il est impossible d'avoir accès à des devises étrangères et d'ouvrir un compte bancaire pour les transferts à l'étranger. Les commanditaires d'un projet doivent donc s'assurer que le projet se conforme à la législation chinoise et aux exigences d'un grand nombre de niveaux administratifs. La législation qui régit le financement des projets en Chine évolue en permanence et chaque projet est analysé au cas par cas. En conséquence, l'approbation gouvernementale d'un projet constitue un risque qui est propre à ce projet. C'est pourquoi on conseille vivement au commanditaire de vérifier auprès des responsables la conformité des structures contractuelles et de financement envisagées tôt dans la mise sur pied du projet.

En Chine, le risque en matière d'approbation gouvernementale est accentué par le fait que plusieurs paliers de gouvernement prétendent souvent être les seuls en mesure d'accorder ces approbations. Comme il y a un grand nombre de paliers de gouvernement, que chacun d'entre eux est scindé en un grand nombre de bureaux et de services, il peut se révéler difficile de déterminer avec exactitude le processus d'approbation qui convient et de savoir quelles sont les autorités avec lesquelles il faut traiter. De plus, on constate un manque évident de contrôle des hautes autorités gouvernementales sur les services de niveau intermédiaire, ce qui laisse une grande marge de manœuvre à ces derniers. C'est ainsi que l'organigramme du gouvernement municipal de Shanghaï montre que plus de 60 services relèvent du Comité central de la ville, ce qui rend toute forme de contrôle quasiment impossible. Il faut donc, sauf dans les cas d'investissements majeurs pour lesquels l'investisseur peut s'adresser directement au Comité central, que la plupart des investisseurs s'adressent à plusieurs niveaux intermédiaires dans la hiérarchie administrative afin de déterminer lequel est en mesure de vraiment répondre à leurs besoins.

2.8 Risques associés aux garanties

Dans un cas classique de financement de projet en Chine, le remboursement de la part étrangère du financement est le plus souvent déterminé à partir des recettes de l'entreprise du projet et versé à la société mère sous forme de dividendes ou de remboursements de prêts à un actionnaire. Quant à elle, la société mère offre aux créanciers étrangers ses parts du projet en garantie (actions, droits aux liquidités et à l'actif, etc.). Ces ententes concernant les garanties sont prévisibles parce qu'elles sont soumises à d'autres juridictions que celle de la Chine, dans lesquelles on trouve un système juridique fiable et bien développé. Toutefois, quand l'entreprise qui réalise un projet propose en garantie à la société mère étrangère ses éléments d'actif et ses liquidités générés par ses activités, cela constitue une garantie régie par le système juridique chinois. La législation chinoise dans ce domaine est pour l'essentiel embryonnaire et n'a fait l'objet que de peu de contestations.

2.9 Transparence du système juridique et détermination des prix

Tout le monde convient que le système juridique chinois a progressé par à-coups au cours des dernières années en tentant de s'adapter aux nouvelles exigences imposées par la transition au « socialisme de marché » (ou pour reprendre l'expression de Deng Xiaoping et de ses successeurs, le « communisme à la chinoise »). Dans certains secteurs d'activité, comme ceux de l'énergie, le cadre juridique établit déjà la distinction entre les fonctions réglementaires et la propriété et l'exploitation d'installations. Cela permet une plus grande transparence et rend les prévisions plus faciles pour les financiers. Si cette politique est déjà en vigueur au gouvernement central, il faudra encore beaucoup de temps avant qu'elle ne soit mise en œuvre de façon complète au niveau des provinces et des administrations locales.

Il ne faut pas non plus oublier que le système juridique en est encore à une étape de développement et que la primauté du droit n'est pas encore une réalité en Chine. Du fait de l'absence de jurisprudence dans un grand nombre de domaines et du caractère flou du système juridique, il y a toujours le risque d'être confronté à une nouvelle interprétation des textes qui aurait des effets néfastes. Comme les Chinois obéissent à leurs propres intérêts, cela peut se révéler très dangereux pour les commanditaires et les créanciers étrangers et il n'y a pas de solutions à ce problème.

C'est pour toutes ces raisons que les créanciers étrangers devraient continuer à exiger avec insistance que des « lettres d'accord présumé » soient jointes à la documentation d'un projet qu'ils doivent financer, jusqu'à ce que le cadre juridique soit arrivé à maturité. Si ces lettres n'ont pas en elles-mêmes de valeur juridique, elles sont considérées comme un élément positif par les financiers parce qu'elles obligent le gouvernement à prendre position sur un projet. De cette façon, les responsables

gouvernementaux mettent leur crédibilité en jeu et risquent de faire mauvaise figure si le projet n'aboutit pas pour des motifs secondaires. Il est évident que plus le signataire d'une lettre d'accord présumé est élevé dans la hiérarchie (le niveau le plus élevé étant le Conseil d'État) et plus une telle lettre a de valeur.

2.10 Conflits d'intérêts

Quand il est question de financer des projets en Chine, il est courant de voir la même organisation jouer plusieurs rôles dans la mise sur pied du projet, ce qui fait apparaître d'importants conflits d'intérêts. Le partenaire chinois à la coentreprise est en même temps entrepreneur participant aux travaux de construction et acheteur du produit fini et (ou) exploitant de celui-ci, etc. Dans de telles situations, il est sage de fixer les majorités nécessaires au conseil d'administration pour adopter certains types de résolutions. On peut également prévoir de vérifier dans tous les cas si les membres du conseil d'administration se trouvent en conflit d'intérêt avant de prendre une décision, et leur interdire, le cas échéant, de voter sur cette résolution, ou de reporter la décision à un autre vote auquel ne participeront pas les parties en situation de conflit d'intérêt.

2.11 Risque de crédit (manque de transparence de la comptabilité et des données sur le crédit)

Il est très difficile, en Chine, d'évaluer la solvabilité des homologues chinois, et même des parties sino-étrangères à un projet. Les créanciers doivent donc procéder avec beaucoup de soin. On dispose souvent de fort peu d'éléments analytiques pour prendre une décision, et la fiabilité de ceux-ci laisse beaucoup à désirer. Tout d'abord, la plupart des normes comptables et des états financiers des homologues chinois ne se conforment pas aux normes internationales. Pour parvenir à les évaluer, il faut, entre autres, recourir aux services de firmes comptables en mesure de détecter les transgressions et les caractéristiques des diverses pratiques utilisées. En second lieu, les coentreprises sino-étrangères, comme nombre de sociétés chinoises, sont très jeunes et n'ont que peu de données chronologiques à fournir aux créanciers.

Lorsque l'emprunteur est une coentreprise sino-étrangère, les relations que la banque commerciale entretient avec le partenaire étranger en dehors de la Chine jouent souvent un rôle décisif dans l'obtention du prêt. C'est que le manque d'information sur la solvabilité de l'entreprise locale (en Chine) peut être compensé par les garanties fournies à l'étranger et par la bonne réputation de la société mère en dehors de la Chine. Le fait d'avoir une bonne compréhension du projet, du point de vue de la stratégie d'ensemble de la maison mère à l'étranger, réduit également le risque de crédit.

L'amélioration des termes du crédit des sociétés d'État chinoises reste un problème important quand il s'agit de financer des projets. Ces sociétés ne fonctionnent pas selon les règles du marché et plusieurs d'entre elles sont subventionnées par l'État. Étant donné le rôle déterminant qu'elles jouent souvent dans un projet (p. ex., comme

acheteur du produit fini), il faut parfois accroître leur niveau de crédit. C'est ainsi que pour la construction d'usines de traitement des eaux, le soutien au crédit des sociétés locales de gestion de l'eau se termine le plus souvent au niveau de l'administration municipale. À la lumière de la faillite de la GITIC[10], il incombe donc aux créanciers et aux commanditaires de déterminer les municipalités qui présentent un risque de crédit acceptable. Les projets réalisés dans des agglomérations dont la bonne santé financière est moins évidente devraient bénéficier d'un appui ou d'un financement énergique du commanditaire.

2.12 Risque concernant les approvisionnements en carburant et le transport

Ce type de risque se présente essentiellement lors de la construction de centrales électriques. À ce jour, la source d'énergie la plus courante en Chine reste le charbon et la plupart des dernières centrales électriques construites sont des centrales thermiques. Si la Chine dispose de gisements importants de charbon, son système d'approvisionnement peut se révéler parfois problématique.

Tout d'abord, la plupart des mines relèvent encore du contrôle de l'État et sont soumises à la planification de la production. Pour alimenter un projet de centrale électrique en charbon à partir d'une mine gérée par l'État, il faut que les besoins annuels en charbon de la centrale soient inscrits à son plan de production par le gouvernement central. De la même façon, le système des contingents limite beaucoup la capacité d'une mine à consacrer une partie de ses réserves à un projet donné. Il est donc presque impossible, pour un commanditaire, de conclure un accord d'approvisionnement valable pour toute la durée du projet (15 ou même 20 ans).

Il faut ajouter à cela que le réseau ferroviaire chinois, qui assure le transport du charbon jusqu'à la centrale électrique, ne répond pas réellement aux besoins croissants de transport de marchandises du pays. À certaines époques (p. ex., lors de la récolte du blé ou du riz), le système ferroviaire peut être si congestionné que les livraisons de charbon sont retardées. Le système d'approvisionnement en combustible constitue donc un élément de risque qu'il ne faut pas négliger quand on envisage de financer une centrale électrique en Chine. Plus souvent qu'autrement, il faudra construire une voie additionnelle pour pouvoir livrer le charbon à l'entrée de la centrale.

Dans le cas de la centrale électrique Laibin B, un accord d'approvisionnement et de transport avait été signé avec une société que le gouvernement provincial avait spécialement mise sur pied à cette fin. Le seul mandat de celle-ci était d'alimenter la centrale et cette entreprise assumait seule les risques dans ce domaine.

---

[10] Les ITIC (International Trust and Investment Corporations) sont des institutions financières qui ne sont pas des banques mises sur pied par divers paliers de gouvernement pour attirer les investissements sur leur territoire. La faillite de la GITIC (la ITIC de la province de Guangdong, la plus riche province de Chine) a montré aux investisseurs que le gouvernement chinois n'assumerait pas les engagements financiers des ITIC, ce qui fait augmenter le risque perçu de plusieurs projets.

3. Cadre juridique

Le gouvernement chinois s'est efforcé, au cours des dernières années, de mettre en place un cadre juridique favorisant l'investissement étranger afin d'attirer les capitaux dans le pays. Toutefois, dans la situation actuelle, le cadre réglementaire reste incomplet et repose, au moins dans le cas du financement des projets, sur un ensemble temporaire de règlements[11]. Dans l'ensemble, les lois et règlements adoptés récemment ont visé essentiellement à empêcher les institutions chinoises de faire appel à des recettes sans lien avec un projet pour le financer et à rendre obligatoire l'autorisation de la State Development and Planning Commission (SDPC) et de la State Administration for Foreign Exchange[12] (SAFE), dans le cas des projets de grande envergure.

3.1 Lois régissant l'investissement étranger

Il faut faire la distinction entre certaines lois et règlements chinois qui s'appliquent au financement des projets et aux entreprises afin de mieux comprendre les structures contractuelles mises en œuvre par les praticiens.

En Chine, il a deux grandes séries de règlements qui régissent le financement des projets : *The Administration of Project Financing Outside China Tentative Procedures*[13] et *The Administration of Borrowing of International Commercial Loans by Domestic Organizations Procedures*[14]. Ces dernières interviennent quand des projets réalisés en Chine font appel à des prêts commerciaux internationaux, alors que les premières s'appliquent aux tentatives de financement de projets en dehors de la Chine.

Ce dernier règlement définit le financement des projets en Chine comme une méthode de financement faisant appel à l'emprunt de capitaux étrangers pour mettre en œuvre un projet en Chine, emprunt qui doit être remboursé uniquement à partir des éléments d'actif générés par le projet et à partir de ses recettes. D'après la « Project Finance Procedure », les transactions de financement du projet doivent avoir les caractéristiques suivantes :

---

[11] La *circulaire* sur les modalités construction-exploitation-transfert (CET) publiée le 21 août 1995 et les *Administration of Project Financing Conducted Outside Chine Tentative Procedures* publiées le 16 avril 1997 sont les seuls règlements, tous deux temporaires, à régir directement le financement des projets.

[12] Le Conseil d'État doit approuver tous les projets d'une valeur supérieure à 100 millions de dollars US. Ces nouvelles mesures visent également à protéger la cote de crédit nationale, mise en péril par un grand nombre d'investissements étrangers mal supervisés dans le domaine des infrastructures. La SAFE est l'autorité suprême dans le domaine de la conversion des devises étrangères et des transferts à l'étranger.

[13] Publiées conjointement le 16 avril 1997 par la State Development and Planning Commission et la State Administration for Foreign Exchange (SAFE).

[14] Publiées par la Banque populaire de Chine et la SAFE, entrées en vigueur le 1er janvier 1998.

- Les créanciers n'ont accès à aucun élément d'actif ni à aucune recette autre que ceux du projet;
- l'organisme chinois ne peut utiliser aucun élément d'actif, aucune recette ni aucun intérêt autre que ceux du projet pour garantir le remboursement de la dette; et
- aucune garantie financière n'est donnée par les organismes chinois.

Nombre de participants à des projets de construction d'infrastructure en Chine estiment que la structure de financement du projet sert essentiellement à étaler les risques entre un nombre important de participants et à répondre aux exigences en matière de financement. Toutefois, étant donné les restrictions administratives imposées par *The Project Finance Procedures*[15], il n'est pas rare de constater que les participants à un projet structurent de façon volontaire son financement pour qu'il ne respecte pas les critères fixés par la législation. On trouvera de plus amples détails sur la méthode utilisée plus loin dans ce document.

Les autres lois importantes en matière de financement de projet en Chine sont la *PRC Security Law* qui précise les types de garanties autorisées pour des emprunts, la *BOT Circular* qui fixe certaines règles concernant l'utilisation des modalités de financement de type CET et la *Economic Contract Law* qui traite des contrats entre des organismes juridiquement constitués en Chine et d'autres organismes juridiquement constitués à l'étranger. Ce dernier texte précise que tout contrat auquel participe une partie chinoise est régi par la législation chinoise. Cependant, les parties à un contrat sont libres de convenir de recourir à un forum neutre de règlement des conflits en dehors de la Chine, le plus souvent à Hong Kong, Singapour ou Stockholm.

3.2 Types de nantissements autorisés par la législation chinoise

Quand des créanciers étrangers participent au financement d'un projet, *The Project Financing Procedures* n'autorise que trois types de nantissements : les garanties, les hypothèques sur des éléments d'actif et les gages.

Hypothèques

Dans le cas des développements immobiliers, les hypothèques sur des immobilisations et de l'équipement offrent la meilleure sécurité aux créanciers. Pour le financement des autres types d'infrastructures, cette forme de nantissement constitue une tactique défensive de la part de créanciers car elle empêche simplement une tierce partie de venir prendre place en tête dans la chaîne des priorités de saisie des éléments d'actif du projet. En règle générale, le transfert des éléments d'actif n'offre pas aux créanciers

---

[15] Les propositions de projet et les études de faisabilité doivent être produites par le service de planification du gouvernement local. Une étude préliminaire des documents du projet doit être réalisée par le ministère du gouvernement responsable du secteur d'activité concerné. Par la suite, il faut passer par les étapes suivantes : étude et approbation de la SDPC; approbation du Conseil d'État pour les grands projets et approbation des prêts internationaux par la SAFE, etc.

une valeur *réalisable* très importante comme nantissement pour la simple raison que les créanciers n'ont pas nécessairement les compétences nécessaires ni le mandat pour exploiter l'infrastructure et en retirer des liquidités.

Garanties

Selon les législations occidentales, le terme« garantie » désigne en général une « garantie de paiement », c'est-à-dire une promesse faite par une partie de payer la dette d'une autre partie. Dans certains cas, ce terme peut également désigner une « garantie de bonne fin » ou de bonne exécution des travaux, c'est-à-dire signifier une garantie par une tierce partie que l'emprunteur réalisera bien le travail.

En vertu de la législation chinoise, une garantie ne peut s'appliquer qu'au remboursement de la dette et non pas à la bonne exécution des travaux. En règle générale, les ministères du gouvernement chinois ne sont pas autorisés à émettre des garanties de remboursement de la dette aux créanciers étrangers, sauf dans le cas de prêts consentis par des gouvernements étrangers et des organismes de financement internationaux car ceux-ci servent le plus souvent à financer des infrastructures publiques (transport, traitement de l'eau, service postal, énergie, protection de l'environnement, etc.), qui ne génèrent que peu de profits, au moins pendant les premières phases du projet.

La Security Law of China interdit aux administrations locales et aux gouvernements provinciaux de fournir des garanties contre les risques rattachés à des projets. Toute entité chinoise qui veut offrir une garantie de financement dans le cadre d'un projet à un investisseur étranger doit d'abord obtenir l'autorisation du ministère concerné.

La nouvelle réglementation sur le financement des projets interdit aux institutions financières chinoises d'offrir des garanties. Afin de rassurer les investisseurs, plusieurs paliers de gouvernement ont, au cours des dernières années, pris l'habitude de joindre des lettres d'accord présumé aux contrats concernant un projet. Toutefois, l'effondrement de la GITIC en 1998, l'organisme responsable des investissements privés du gouvernement de la province de Guangdong, a bien montré que ces lettres ne valent pas le papier sur lequel elles sont rédigées. À la suite de cet incident, les investisseurs étrangers ont cessé de les exiger. Cette interdiction d'émission de garanties s'est révélée l'un des principaux obstacles à l'obtention du financement d'un projet en Chine au cours des dernières années[16].

Tout en accroissant le risque auquel les investisseurs ont le sentiment d'être exposés, cette interdiction de garantir la réussite d'un projet n'empêche pas la privatisation d'une infrastructure ni son développement grâce au financement. Du point de vue de la

[16] Economist Intelligence Unit, 1er mars 1998.

population locale, cette mesure offre un certain niveau de protection[17]. Tout d'abord, elle pousse les investisseurs à choisir des projets viables en termes financiers et à les gérer de façon efficace. En second lieu, elle les incitent à réduire les risques rattachés au projet et à s'assurer que les citoyens du pays hôte n'ont pas à supporter de risques inutiles[18].

Gages

Les gages concernent les éléments d'actif « mobile » d'une organisation et des droits contractuels. Les gages font apparaître un « droit propriétal » par opposition à un « droit d'obligation » créé par une garantie. C'est ainsi que le droit énoncé dans une garantie ne peut être exécuté qu'auprès d'un organisme avec lequel un accord contractuel a été passé. Le « droit propriétal » découlant d'un gage peut être réclamé auprès de n'importe quelle autre partie, y compris le propriétaire d'un élément d'actif.

3.3 Autres aspects juridiques du financement de projet en Chine

La législation chinoise précise que les risques doivent être répartis de façon raisonnable entre les participants au financement du projet. Toutefois, le terme important ici « de façon raisonnable » n'est pas défini et, si on se fie aux expériences antérieures, le gouvernement chinois adopte des attitudes différentes de celles des investisseurs en ce qui concerne la répartition de ces risques ou la présence de certains d'entre eux. D'après les autorités chinoises, un « risque raisonnable » signifie que chaque partie doit supporter une part de risque correspondant à sa participation au capital de l'entreprise du projet – rien de plus et rien de moins.

La détermination du prix d'un produit obtenu à la réalisation du projet reste une question très délicate pour le gouvernement chinois et nécessite le plus souvent de longues négociations (frais d'utilisation, prix du kWh, etc.). Une façon pratique d'échapper à ce type de problèmes lors de l'exploitation d'une concession est d'indiquer dans le contrat une fourchette de prix à l'intérieur de laquelle le prix peut varier.

La loi chinoise autorise maintenant le China International and Trade Arbitration (CIETAC) à servir d'arbitre dans les conflits impliquant des sociétés appartenant en totalité à des intérêts étrangers ou des coentreprises. Le CIETAC est en général reconnu comme le seul tribunal d'arbitrage chinois à ne pas accorder de traitement privilégié aux entreprises locales ni à celles du Parti.

---

[17] Mateen Thobani, Private Infrastructure, Public Risk, Poverty Reduction & Economic Management Unit, Division de l'Amérique latine et des Antilles de la Banque mondiale.

[18] Les garanties émises par les gouvernements sont rarements enregistrées dans les comptes nationaux ou les budgets d'un État. En conséquence, un gouvernement peut ne pas savoir quel est son niveau exact d'exposition et devoir assumer une large gamme de risques inutiles, qui sont souvent mieux contrôlés par les investisseurs eux-mêmes. Dans le pire scénario, les garanties gouvernementales peuvent amener le commanditaire à prendre des risques excessifs (pile je gagne, face le gouvernement perd).

4. Ententes contractuelles et organisation du financement propre à la Chine

4.1 Entente contractuelle limitant les risques du créancier

Les *Project Finance Procedures* imposent des complexités administratives au financement des projets. De plus, la loi chinoise fait souvent supporter des risques additionnels par les participants étrangers[19]. C'est pourquoi les commanditaires organisent souvent leur projet de façon à ne pas répondre aux critères fixés par la législation afin d'échapper aux restrictions que celle-ci impose. Cela peut se faire de deux façons. La première est de structurer les transactions reliées au projet de telle façon que l'un des critères imposés par la loi ne sera pas respecté. La seconde est de mettre en place une structure de financement en Chine s'inspirant des structures traditionnelles de financement des entreprises. De cette façon, les ententes de financement avec le commanditaire ne sont en rien soumises à la législation chinoise. Cette section donne un exemple d'une structure « typique » de financement d'un projet en Chine à laquelle participent une ou plusieurs parties étrangères.

Le projet est organisé comme suit. Tout d'abord, une coentreprise coopérative[20] est mise en place afin de veiller à la construction et à l'exploitation du projet (société à but spécial ou société de projet). Une autre société à but spécial est créée à l'étranger et a pour seul objectif d'amasser l'argent nécessaire sous forme de prêts commerciaux ou d'obligations (société de finances). Les fonds amassés sont alors injectés dans une société de gestion étrangère qui détient des actions dans la coentreprise coopérative. Enfin, la société de gestion injecte les fonds dans la société du projet sous forme de capital-actions ou de prêt consenti par un actionnaire. De façon idéale, les capitaux sont injectés sous forme de prêt consenti par un actionnaire, à des conditions comparables à celles du prêt accordé par les créanciers étrangers à la société de finances.

Le choix de la forme de l'investissement est cependant limité par deux facteurs. Tout d'abord, la législation chinoise sur les coentreprises de type coopératif impose un investissement minimal en capital-actions du partenaire étranger. En second lieu, lors du financement d'un projet, les créanciers veulent s'assurer que le commanditaire est impliqué sérieusement dans le projet et exigent en général un investissement minimum de 20 à 25 % du capital-actions par ce dernier. Enfin, la société de gestion promet d'abandonner son intérêt dans la société du projet et, très souvent, les montants liquides et les éléments d'actif qui lui sont dus à titre de garantie.

---

[19] Se reporter à la section sur les risques liés au financement de projet en Chine.

[20] En règle générale, les participants préfèrent la « coentreprise de type coopérative » à la coentreprise par capital-actions parce que la législation qui s'applique permet de verser plus rapidement les profits au partenaire étranger une fois que les éléments d'actif du projet ont été remis au partenaire chinois à la fin de la coentreprise, sans rémunération spéciale pour le partenaire étranger.

Du point de vue des autorités chinoises, cette forme de financement est absolument comparable au financement traditionnel d'une société. Les ententes financières passées à l'étranger ne relèvent donc pas de leur juridiction, ce qui donne une plus grande marge de manœuvre au commanditaire, plus précisément en ce qui concerne l'utilisation des éléments d'actif et de recettes autres que ceux du projet utilisés en garantie des prêts.

Le processus permettant à des créanciers étrangers de prendre le contrôle des éléments d'actif de la société d'un projet en Chine peut être long et complexe avec le système juridique actuellement en vigueur. Il exige, entre autres, l'approbation des autorités gouvernementales et, souvent, de tous les partenaires liés par contrat dans le cadre de la société du projet. La structure de financement décrite ci-dessus permet cependant un processus administratif moins lourd.

Dans le cas où les créanciers veulent transférer des droits à une sécurité et la propriété de celle-ci, la part du commanditaire dans la compagnie de gestion peu être transférée sans avoir à suivre le processus complexe prévu par la législation chinoise.

4.2 Exemples de structures de financement de projet propres à la Chine

4.2.1 New World Infrastructure

New World Infrastructure (NWI) est la filiale responsable du portefeuille des infrastructures du conglomérat New World Development de Hong Kong. Contrairement aux pratiques courantes en financement de projet, NWI utilise une part importante de capital-actions dans ses activités de financement des infrastructures en Chine, au moins pendant la phase de construction. Les chiffres compilés par Lang (1998) montrent que, en moyenne, 80 % du financement vient du capital-actions et seulement 20 % est financé par des emprunts. Un tel ratio d'endettement réduit sensiblement le rendement des capitaux propres, la mesure privilégiée pour évaluer le rendement d'une opération de financement d'un projet.

En plus d'utiliser un niveau élevé de capital-actions, NWI emprunte les montants qui manquent directement sous les auspices de la société, sans même mettre en place une nouvelle entité destinée uniquement au projet. Ensuite, la société mère prête elle-même les montants empruntés au titre des divers projets sous forme de prêts à des actionnaires. Naturellement, les prêts sont enregistrés dans les livres de NWI et garantissent que les créanciers ont un accès total à ses éléments d'actif. De plus, NWI émet une garantie de la société à ses créanciers pour l'intégralité de leurs prêts.

Malgré cette structure de financement, qui semble au premier abord moins qu'optimale, NWI connaît énormément de succès en Chine. Lang (1998) propose plusieurs explications après avoir étudié les choix financiers de NWI.

1) La santé financière de la société est excellente et la forte valeur de son actif consolidé offre des garanties solides;

2) il y a eu une diminution de l'accès au financement par emprunt depuis l'adoption par les autorités chinoises d'une réglementation destinée à réduire, sinon à interdire, aux organismes chinois d'émettre des garanties (dans la pratique, certaines banques étrangères, à cause des règles imposées aux sociétés, ne peuvent plus accorder de prêts pour des projets chinois);

3) la période de recouvrement de l'investissement est très courte, ce qui permet de rediriger les fonds rapidement vers d'autres projets. Cette méthode limite aussi la période de vulnérabilité aux risques du projet. NWI récupère en général son investissement une fois que la construction a été terminée en finançant à nouveau le projet au moyen d'emprunts;

4) les investissements de NWI en développement des infrastructures en Chine s'inscrivent dans une stratégie d'ensemble de la société pour ses activités dans ce pays et comme un moyen de parvenir à une fin, plutôt que comme une fin en soi. NWI continue à s'intéresser essentiellement au développement immobilier et sa coopération avec les autorités chinoises pendant la réalisation des projets d'infrastructure lui sert davantage de tremplin pour réaliser des investissements plus lucratifs dans le secteur immobilier et pour faire connaître son nom avantageusement par rapport à la concurrence. C'est pourquoi NWI s'intéresse aux projets présentant un grand intérêt pour le gouvernement et s'assure d'obtenir l'appui maximal des autorités. De cette façon, elle réduit les risques concernant la demande finale, les retards pour obtenir les approbations du gouvernement et la non-conformité à la réglementation. En conséquence, la société peut avoir une plus grande confiance dans la réussite des projets et est prête à prendre davantage de risques.

Un élément important de cette stratégie adoptée par NWI reste l'habileté avec laquelle les risques qui se présentent pendant la phase de construction sont isolés du reste du projet. L'investissement massif en capital-actions pendant la phase de construction revient à financer au moyen d'un prêt à court terme puisque le projet est refinancé par l'emprunt et le capital-actions remboursé dès que la construction est terminée. Les risques liés à la construction ayant disparu, le projet peut être financé à nouveau à long terme, à des conditions nettement plus avantageuses.

Même si la structure de financement du projet fait appel à un niveau plus élevé de capital-actions (80 %), NWI limite sa participation au capital en prenant des partenaires qui sont actionnaires du projet. Dernièrement, la partie du capital provenant de NWI n'a pas dépassé un tiers du montant du projet, le gros de son investissement se faisant

sous forme de prêt d'un actionnaire (comparable à une dette de second rang). De plus, l'injection massive de capitaux a pour conséquence que le projet peut être mis sur pied beaucoup plus rapidement. À l'opposé, la recherche de prêts commerciaux à recours limité (ou sans recours) est un processus long et coûteux, en particulier quand il faut s'adresser à des organismes de crédit à l'exportation et à des institutions financières multilatérales. Dans le cadre concurrentiel du financement des projets en Chine, la capacité à lever rapidement des capitaux permet aux entreprises d'accéder aux meilleurs terrains et aux meilleures installations, ce qui favorise la réussite des projets.

La technique utilisée par NWI ajoute le concept financier de durée[21] (à ceux de rendement des capitaux propres et d'effet de levier financier) dans l'évaluation des projets. Malgré un ensemble complet de contrats précis, la meilleure façon de protéger son investissement dans le cadre du financement de projet en Chine, une activité qui est perçue comme risquée, consiste à réduire autant que possible la période de récupération de l'investissement, même si cela est au détriment de l'accès à des bénéfices éventuels.

4.2.2 Hopewell Holding

Le cas Hopewell montre bien les conséquences possibles imputables aux difficultés de l'obtention de prêts hors bilan quand il s'agit de financer des projets en Chine. Hopewell, un promoteur de projet de Hong Kong, est très actif en Asie et a toujours, au moins jusqu'à récemment, bénéficié d'une excellence réputation auprès des investisseurs asiatiques et occidentaux. Au cours des années, la société a mis au point toute une série de méthodes et de techniques adaptées au contexte chinois, lui permettant de réduire au minimum le risque et d'assurer la réussite financière de ses projets. La société porte plusieurs chapeaux dans la mise sur pied d'un projet (commanditaire, entrepreneur, exploitant, créancier), ce qui assure la convergence des intérêts et permet une plus grande synergie. Cela aboutit à une réduction des coûts (y compris ceux qui vont de pair avec le contrôle de l'exploitant et de l'entrepreneur) et la standardisation des activités, qui aide manifestement à réduire les coûts.

Le financement d'un projet en Chine exige beaucoup de soutien du commanditaire, ce qui revient souvent à dire que l'essentiel, sinon la totalité des prêts sont structurés au niveau de la société et non pas au niveau d'un véhicule d'investissement propre au projet. Au milieu des années 1990, le nombre élevé de projets de Hopewell qui en étaient à la phase de démarrage, qui nécessitent un apport plus élevé en capital, a laissé la société dans une situation précaire. À la même époque, deux projets

[21] En gros, le concept financier de la « durée » signifie le temps nécessaire pour recouvrer les capitaux investis.

importants ont nécessité presque simultanément[22] des capitaux importants, ce qui a bouleversé la situation financière de la société très rapidement.

Malgré un important portefeuille de projets bien gérés, la mauvaise intégration de cette série de projets dans une stratégie d'ensemble de la société a laissé celle-ci en mauvaise situation financière, minant la valeur de ses titres et sa réputation auprès des investisseurs.

4.2.3 Huaneng Power International et Shandong Rizhao

Une comparaison avec deux autres cas, ceux de Huaneng Power International (HPI) et de la centrale électrique de Shandong Rizhao, donne une bonne illustration du risque inhérent au financement des projets en Chine.

HPI a élaboré une structure de financement de projet très sophistiquée qui repose sur le principe des regroupements de projets à capital variable pour la réalisation d'une centrale électrique. Avec cette structure, le commanditaire cherche à réduire son risque en limitant l'influence des variations macroéconomiques sur le portefeuille du projet d'un point de vue global. Au départ, ce portefeuille regroupait cinq projets, aussi bien des centrales déjà en exploitation que d'autres qui en étaient aux étapes de la planification, et permettait le croisement des flux de trésorerie d'un projet à l'autre en cas de problèmes.

En ce qui concerne le projet lui-même, le niveau élevé de sophistication tient à toute une série de contrats qui définissent la relation entre le rendement des immobilisations et les tarifs d'électricité. En théorie, cette structure assure aux actionnaires un rendement intéressant (minimum de 15 %) et favorise donc l'investissement dans le projet sous forme de capital-actions. Le niveau de confiance élevé que suscite le projet avec un niveau de capitalisation élevé permet ensuite d'obtenir du financement par emprunt. L'écart entre le rendement minimum sur les immobilisations (15 %) et le taux des emprunts est ajouté au rendement obtenu par les actionnaires et favorise l'infusion de capital-actions additionnel. En conséquence, le taux d'endettement diminue, ce qui favorise encore l'obtention de financement par emprunt. Au premier coup d'oeil, cette structure de financement « dynamique » semble infaillible et devrait réduire le risque global tout en permettant d'obtenir des conditions de crédit très avantageuses.

Pour l'essentiel, ce puzzle financier complexe repose uniquement sur la bonne volonté des autorités chinoises à autoriser des augmentations de tarif au moment voulu, un risque que HPI aurait dû faire disparaître en faisant siéger le gouvernement local au conseil d'administration. Malheureusement pour la société et ses actionnaires, outre les délais subis dans l'émission des permis pour la construction des autres projets du

---

[22] 1) Les coûts de construction de la route Guangzhou-Shenzhen-Zhuhai se sont avérés dépasser de presque 50 % les prévisions alors que les recettes d'exploitation ont été de 40 % inférieures. 2) Le projet LRT de Bangkok a été et continue à être retardé par le gouvernement thaïlandais.

portefeuille de départ, les augmentations de tarif attendues ne se sont pas concrétisées et le cercle de financement « dynamique » a été rompu, ne laissant d'autres choix que de recourir à une injection massive de capitaux propres.

En comparaison à la structure élaborée par HPI, les ententes de financement pour la centrale électrique Rizhao dans la province de Shandong ont été un jeu d'enfant. Les commanditaires (chinois et étrangers) ont mis sur pied une coentreprise qui assumait la responsabilité de la construction, de l'exploitation et du financement de ce seul projet, de façon complètement distincte de la société mère des actionnaires. En plus de leurs apports respectifs en capital-actions, les commanditaires ont obtenu un appui important d'organismes de crédit allemands et espagnols pour financer le projet.

Sans garantir un rendement minimal à ses actionnaires, comme l'a fait HPI, le projet Rizhao a calculé ses tarifs annuels d'électricité à partir d'une formule définie à l'avance qui tient compte de l'inflation, des variations du taux de change et du prix des matières premières. Tout en restant dépendante des décisions du « Bureau des tarifs » de la province[23], cette méthode est meilleure que celle utilisée par HPI, car elle a déjà été utilisée par le passé et est mieux comprise des responsables chinois. Malgré l'infériorité en termes techniques du financement du projet Rizhao par rapport à la structure mise en place par HPI, ce projet s'est avéré une réussite et a permis aux commanditaires de réaliser d'autres investissements par la suite.

Ces deux exemples montrent que l'utilisation de techniques de financement extrêmement sophistiquées pour la réalisation de projets en Chine n'est pas, au moins pour l'instant, une garantie de réussite. Il peut en effet arriver que ces structures multiplient les risques qu'elles semblent vouloir éliminer. En conséquence, on recommande de recourir à des méthodes plus simples, qui ont déjà donné de bons résultats.

5. Le contexte du financement des projets en Chine et les ajustements qu'il nécessite

5.1 Un contexte risqué

Les premiers chapitres ont décrit le contexte particulier et certainement risqué du financement des projets en Chine. Comme indiqué, il est souvent difficile d'obtenir des garanties des institutions financières locales et des niveaux supérieurs de gouvernement. De plus, si la structure de financement permet de mieux évaluer les flux de liquidité, de se doter d'un cadre juridique et d'une documentation qui accorde une protection un peu supérieure à celles des modalités banales de financement, les

---

[23] Il est manifeste que le gouvernement provincial et le commanditaire n'ont pas toujours les mêmes intérêts. Si le gouvernement est un partenaire (ou un actionnaire) du projet, il reste qu'il ne s'intéresse pas seulement à la réussite financière du projet mais également, et même plus particulièrement, à une augmentation de la qualité de vie de ses citoyens et du soutien qu'ils apportent au projet.

données dont on dispose pour procéder à l'analyse des partenaires chinois d'un projet sont souvent insuffisantes. C'est pourquoi les banques commerciales étrangères adoptent une attitude très prudente quand le risque n'est pas totalement souverain (ce qui est souvent le cas en Chine). Étant donné cette situation, l'implication des organismes de crédit à l'exportation, des institutions financières internationales et des gouvernements étrangers dans le financement des projets présente une grande importance[24].

Les sociétés étrangères implantées en Chine insistent sur le fait qu'elles doivent constamment ajuster leurs plans d'affaires à l'évolution du contexte pour parvenir à réussir. Cela signifie que la capacité à absorber l'information et à s'adapter rapidement aux nouvelles exigences présente une importance extrême en Chine. Par définition, le financement des projets impose une rigidité contractuelle nécessaire pour réduire au minimum les risques qu'un participant adopte des comportements divergents nuisant aux intérêts des autres partenaires du projet. Cette rigidité contractuelle ralentit le temps de réaction du commanditaire quand de nouvelles contraintes et de nouvelles possibilités se matérialisent. C'est pourquoi les modalités classiques de financement des projets ne conviennent pas totalement aux caractéristiques actuelles des projets réalisés en Chine et contribuent à accroître le risque dynamique[25]. Dans le contexte chinois actuel, les structures contractuelles et de financement des projets doivent être souples pour permettre de s'adapter rapidement.

Les rôles multiples que jouent les homologues et le gouvernement chinois dans ce type de projet ajoutent à la confusion et à l'incertitude à laquelle doivent faire face les commanditaires et les créanciers étrangers. Cela fait apparaître, entre autres, des risques de conflit d'intérêt qu'il faut cerner et que tous les partenaires doivent éliminer avant de ratifier des contrats importants.

Enfin, la Chine subit actuellement des modifications sociales et économiques majeures qui font apparaître des pressions déstabilisantes dans le pays. Dans ce contexte, les intérêts des administrations locales peuvent changer brutalement et avoir des répercussions sur les activités du projet ou des sociétés étrangères. Il faut garder à l'esprit que, même si les pratiques juridiques et commerciales de la Chine s'harmonisent lentement aux normes internationales, le gouvernement central garde encore un contrôle serré des principaux intervenants économiques et exerce énormément d'influence sur les décisions juridiques qui, à leur tour, rendent quasiment impossible toute planification à long terme.

---

[24] D'après le représentant d'une banque étrangère à Shanghaï, les prêts consentis à des conditions libérales (ou une forme quelconque d'implication d'un gouvernement) servent souvent à la réalisation des projets en Chine (ils diminuent le coût du projet et les risques supportés par les prêteurs commerciaux).

[25] On entend par risque dynamique la relation entre un événement et les conséquences des modifications découlant de ces événements, combinées à l'incapacité à agir sur les résultats de ces conséquences par son propre comportement.

5.2 Les relations spéciales entre les commanditaires et les créanciers étrangers

Les conditions particulières du financement des projets en Chine, c'est-à-dire les risques élevés, la confusion en ce qui concerne l'implication du partenaire chinois, etc., obligent à renforcer les relations traditionnelles entre les créanciers et les commanditaires à tirer parti au maximum des capacités et des compétences de chacun pour accroître les chances de réussite. En pratique, les créanciers participent plus activement aux projets chinois que dans les pays occidentaux.

En règle générale, les commanditaires fournissent aux créanciers des données financières sur le projet. Les créanciers, eux, appliquent des hypothèses beaucoup plus conservatrices et procèdent à leur propre analyse de ces données. Une relation plus étroite entre le créancier et le commanditaire, qui permet d'intégrer la recherche et l'analyse, assure une plus grande efficacité en termes d'économie de temps, d'échange de connaissances et de compétences, et de réduction des asymétries entre les renseignements.

5.3 Facteurs importants pour la structure du capital dans le financement des projets en Chine

L'analyse de plusieurs cas de financement de projet en Chine a conduit Lang (1998) à plusieurs conclusions intéressantes sur les caractéristiques particulières du financement des projets dans ce pays. D'après cet auteur, il n'y a pas de financement de projet au sens théorique en Chine, c'est-à-dire au sens où on le comprend et on le réalise en Occident. Le fait que les risques soient plus élevés, de l'avis des créanciers, les empêche d'accorder des prêts sans moyen de recours, comme c'est courant en Occident. C'est pourquoi, en plus d'évaluer les risques du projet, en déterminant entre autres dans quelle mesure ils sont isolés et atténués, les créanciers attachent énormément d'importance à la situation financière du commanditaire, à ses diverses caractéristiques et compétences, comme la qualité de son *guanxi*[26] et ses talents de négociateur. Lang estime que, globalement, des avantages dans ces domaines peuvent permettre de modifier les règles en cours de réalisation d'un projet et contribuer grandement à sa réussite.

Sur la foi des renseignements recueillis, il nous semble que l'on peut tirer trois grandes conclusions sur les caractéristiques du financement des projets en Chine.

En ce qui concerne la perception de risque plus élevé, les commanditaires ne parviendront à obtenir que très peu de financement hors bilan pour les projets d'infrastructure en Chine. Plus souvent qu'autrement, les créanciers exigeront du commanditaire qu'il offre des garanties et ils refuseront en garantie les éléments d'actif du projet et les liquidités prévues, du moins comme seule garantie. La mise sur pied

---

[26] Dans la langue et la culture chinoises, le terme *guanxi* désigne le réseau de relations et d'influence d'une personne.

d'un projet peut donc nécessiter, comme dans le cas de Hopewell, d'accroître le ratio d'endettement du commanditaire.

Actuellement, on relève en Chine plusieurs cas de structures mixtes, c'est-à-dire de structures de financement dans lesquelles on fait appel à la fois aux liquidités et aux éléments d'actif du participant au projet et aux garanties des actionnaires (une tendance qui se manifeste à court et à moyen terme). Les structures à plusieurs sources qui autorisent une plus grande souplesse donnent en général de meilleurs résultats que les structures rigides (CET, CPET, etc.).

Le modèle traditionnel de financement de projet (effet de levier élevé et niveau d'endettement important) ne s'applique pas directement en Chine. Les commanditaires doivent s'assurer qu'ils obtiennent un rendement acceptable et, en particulier, *qu'ils recouvrent leur sortie de capitaux dès que possible même si cela revient à abandonner dès le début une part des profits éventuels du projet.*

La pratique courante en Occident, en vertu de laquelle le financement d'un projet provient essentiellement d'emprunts (65 à 85 %) et selon laquelle son rendement devrait être évalué en fonction du rendement des capitaux propres[27], ne s'applique pas directement à la situation que l'on trouve en Chine. Une structure de financement adaptée doit tenir compte des besoins des investisseurs et du commanditaire, des ressources et des contraintes du contexte opérationnel de l'infrastructure en question. *Il arrive souvent que l'apport des organismes de crédit ou le montant des garanties détermine le niveau de la dette dans la structure de financement.*

5.4 Facteurs de réussite dans le financement des projets en Chine

5.4.1 Bonne relation avec la Banque commerciale de son pays d'origine

En règle générale, les clients des banques étrangères en Chine sont déjà clients dans leur pays d'origine ou ailleurs dans le monde. Étant donné la difficulté qu'il y a à recueillir des renseignements financiers fiables sur les activités d'une société en Chine en quantité suffisante pour procéder à une analyse valide, la décision de prêter de l'argent à une société travaillant en Chine dépend souvent des relations entre la banque et son client dans son pays d'origine.

Le même commentaire s'applique au financement des projets en Chine. Les bonnes relations que le client entretient à domicile avec sa banque, et, en conséquence, la meilleure compréhension de la stratégie d'ensemble de la société et de l'intégration du projet dans cette stratégie, diminue l'incertitude et facilite l'attribution de prêts commerciaux à un projet. Il est également plus probable que la banque affectera des garanties offertes par l'actionnaire étranger.

---

[27] Comme le financement de projet nécessite un niveau d'endettement généralement élevé, on préfère habituellement le taux de rendement des capitaux propres au taux de rendement du capital investi comme critère d'évaluation du rendement d'un projet.

5.4.2 Implication active des partenaires financiers dans le projet

L'implication active des partenaires financiers dans le projet n'est pas une pratique récente mais elle mérite qu'on insiste à nouveau sur son importance. Il faut garder à l'esprit que le financement des projets permet d'apporter une solution technique aux clients mais également, et plus particulièrement, une solution financière. C'est pourquoi, ce sont le commanditaire ou le constructeur qui répondent le mieux au besoin financier du client qui obtiennent en général le contrat.

De ce point de vue, le regroupement hâtif de commanditaires et de créanciers étrangers permet de cerner rapidement et avec précision les besoins du client ainsi que les compétences nécessaires, financières ou techniques. Cela traduit également pour le client chinois un niveau élevé de professionnalisme.

Ce groupement hâtif permet l'intégration des activités de recherche et d'analyse des données financières du projet. Elle permet également l'échange de compétences qui facilite l'identification des risques et la recherche de solutions. Elle facilite également la compréhension que les partenaires ont du projet et des intérêts de chacun d'eux, tout en réduisant les asymétries entre les divers ensembles de renseignements sur le projet. Dans la pratique, cette meilleure compréhension donne une valeur ajoutée et un dynamisme commercial à l'activité.

Le regroupement hâtif des commanditaires et des banques permet à chacun d'eux de se concentrer sur sa spécialité. De cette façon, les banques commerciales qui ont souvent une meilleure connaissance de la réglementation financière et du processus d'approbation en Chine peuvent vérifier rapidement si le client et le partenaire chinois satisfont aux exigences juridiques et administratives en la matière. On peut également leur demander d'évaluer la santé financière du partenaire chinois et la qualité de son crédit, d'entrer en relation avec les institutions financières internationales et de préparer la planification financière du projet à présenter aux organismes de crédit à l'exportation ou aux institutions financières internationales.

Une coopération efficace entre le commanditaire et les créanciers permet en général de mettre en place une structure contractuelle plus souple qui permet de mieux faire face au risque dynamique et à toutes les incertitudes propres au financement des projets en Chine.

Enfin, cette coordination entre le commanditaire et les créanciers donne plus de poids quand vient le temps de négocier avec le client. Il est manifeste que l'importance de la participation hâtive des partenaires financiers s'accroît en même temps que la complexité du projet, que celle-ci soit technique ou financière.

5.4.3 Recours aux structures de financement souples

Les risques élevés, la difficulté à planifier avec suffisamment de prévision les liquidités à long terme des projets et les lacunes du système juridique chinois font qu'il est parfois difficile d'obtenir des prêts commerciaux. En règle générale, les banques commerciales étrangères n'investissent pas des montants importants dans les projets réalisés en Chine uniquement sur la base des flux de liquidité attendus. C'est pourquoi des garanties externes (en Chine et à l'étranger) doivent être offertes aux créanciers pour obtenir des prêts. Les commanditaires des grands projets réalisés en Chine doivent donc être prêts à assumer une partie des risques directement à partir de leurs propres ressources.

Afin de mieux répondre aux exigences des créanciers étrangers, et donc de faciliter la levée de fonds, le financement des projets en Chine doit faire appel à plusieurs sources, aux flux de liquidité prévus, aux garanties des actionnaires, aux hypothèques prises sur des éléments d'actif en Chine et à l'étranger, à la participation des organismes de crédit à l'exportation et des institutions financières internationales, à l'aide des gouvernements étrangers, etc.

De plus, les structures doivent rester simples. On constate souvent que les structures trop sophistiquées aboutissent à la multiplication des risques qu'elles essaient d'atténuer. De la même façon, il est probable que le niveau de connaissance que les autorités locales auront des techniques de financement d'un projet variera beaucoup d'une province ou d'une région à l'autre. Les administrations locales des régions centrales moins développées peuvent hésiter à adopter des techniques de financement occidentales en usage courant dans des régions plus développées (Beijing, Shanghaï, Guangzhou).

5.4.4 Réduction de la période de recouvrement de l'investissement

De façon générale, plus il faut de temps pour recouvrer un investissement et plus le risque est élevé. Cette affirmation se vérifie sans aucun doute en Chine où les obstacles à la panification des affaires sont nombreux. De plus, comme on l'a indiqué précédemment, le pays subit une période de transition économique qui fait évoluer rapidement les institutions sociales et politiques, qui accroît les possibilités de modification soudaines des règles du jeu en cours de projet (sans aucun contrôle du commanditaire). À la différence des pays et des juridictions dans lesquels on dispose de règlements clairs et validés, dans lesquels il est relativement facile de prévoir ce qui va se passer, il est raisonnable en Chine de réduire au minimum la période de recouvrement de l'investissement, même si cela revient à limiter les bénéfices éventuels.

Une stratégie qui peut permettre d'y parvenir est la suivante (à préciser dans la documentation du projet). Le commanditaire étranger devra, à compter du début du projet et jusqu'à une date ou à un montant fixé d'avance (si le montant n'est pas atteint

pendant la période prévue) s'efforcer de recueillir le plus de liquidités possibles. La majorité des liquidités seront alors affectées au partenaire chinois pour le reste de la durée du projet. Cette stratégie devrait faciliter la convergence des intérêts des partenaires étrangers et chinois.

En réduisant la période de recouvrement de l'investissement, le commanditaire étranger réduit les risques qu'il supporte tout en augmentant les bénéfices éventuels du partenaire chinois. Il est donc dans l'intérêt du partenaire chinois de répondre rapidement aux exigences du commanditaire étranger pour ne pas retarder son droit à disposer de la majorité des liquidités et à maximiser les bénéfices attendus. Pour sa part, le partenaire étranger, qui fournit souvent la technologie et le savoir-faire, a tout intérêt à veiller à la réussite du projet et à maximiser le profit attendu. De plus, l'importance d'une participation active de l'investisseur étranger diminue au fur et à mesure que le partenaire local s'habitue à la nouvelle technologie et aux techniques de gestion et d'exploitation. Ainsi, au moment où l'investisseur étranger récupère son investissement, il est probable que le partenaire chinois maîtrisera la nouvelle technologie et souhaitera que le partenaire étranger du projet se retire ou joue au moins un rôle plus restreint. Cette stratégie peut donc se révéler satisfaisante pour les deux partenaires.

5.4.5 Choisir des projets importants pour les responsables locaux et les autorités centrales

Les divers niveaux de gouvernement en Chine exercent beaucoup d'influence sur les décisions économiques. Il leur incombe, entre autres, d'approuver les projets et d'accorder les divers permis nécessaires. L'appui au projet des autorités peut donc beaucoup faciliter le franchissement souvent ardu des formalités juridiques et administratives.

Les projets qui font disparaître les goulots d'étranglement et favorisent le développement local, les projets de « démonstration » des gouvernements et ceux qui ont des répercussions importantes pour la collectivité, ou ceux qui impliquent un engagement à long terme des investisseurs, obtiendront probablement plus facilement l'appui à la fois des responsables locaux et des autorités du gouvernement central chinois.

5.4.6 Appui des institutions financières internationales ou des gouvernements étrangers

La participation des institutions financières internationales (IFI) au projet réduit les risques pour tous les participants. Tout d'abord, en fournissant un montant important de capitaux, ces institutions permettent de réduire l'engagement financier des autres participants. En second lieu, leur participation rééquilibre les pouvoirs relatifs du gouvernement hôte (chinois) et des commanditaires ou des créanciers. En conséquence, les créanciers du secteur privé voient généralement d'un bon oeil leur implication dans les grands projets.

Il faut cependant savoir que l'implication d'une IFI suppose un processus administratif long et complexe qui peut ralentir la phase de préparation et rallonger la période de négociation des accords financiers. Cette participation impose également un grand nombre d'activités de contrôle additionnelles lors de la construction[28], et divers types d'autres exigences (environnement, développement social et économique des collectivités, etc.) qui ne cadrent pas nécessairement avec les intérêts des commanditaires.

5.4.7 Préférence pour les projets plus petits

Si ce n'est de quelques exceptions (p. ex., le projet des Trois-Gorges), la politique du gouvernement chinois privilégie davantage les projets plus petits. Ces projets plus petits offrent des avantages marqués pour les commanditaires. Tout d'abord, ils réduisent les complications administratives (les autorités du gouvernement central sont obligatoires pour les projets d'un montant supérieur à 30 millions de dollars US). En second lieu, les besoins d'infrastructure connexe sont plus faibles, ce qui limite les dépenses additionnelles du commanditaire et du gouvernement hôte. Enfin, les projets plus petits supposent un moindre niveau de subventionnement des consommateurs, ce qui réduit la charge financière des gouvernements.

5.5 Autres modalités de financement des projets fréquents en Chine

Le contexte particulier du financement des projets en Chine (risque élevé, complexité administrative et juridique, etc.) amène souvent les commanditaires à chercher d'autres moyens de financer ces projets que de recourir aux prêts commerciaux traditionnels. De plus, il est courant que les commanditaires organisent volontairement le financement des projets de façon à ce qu'ils ne respectent pas les critères fixés par les autorités chinoises et échappent ainsi à la législation et à la réglementation sur le financement des projets.

Avant la crise financière asiatique de 1997-1998, on constatait une tendance évidente à retenir la forme suivante de financement de projet en Chine, en particulier pour la construction de grandes routes.

Le projet (l'actif) est financé de façon massive par du capital-actions. Toutefois, ce capital-actions provient d'investisseurs relativement endettés sur les marchés des emprunts commerciaux ou des obligations, le plus souvent à Hong Kong, ou ailleurs. Comme le financement classique des projets est complexe et prend du temps, si le climat économique convient et que les investisseurs institutionnels privés, surtout américains, font preuve d'un intérêt pour le projet, cette solution est alors possible. Outre cela, cette méthode réduit de beaucoup la période de négociation des accords financiers et les coûts qui en découlent; elle est aussi plus souple et plus facile à gérer.

---

[28] Comme indiqué par un spécialiste en financement de projet au Canada, « une IFI apporte 10 % du financement et 90 % des maux de tête. »

Les risques de ce type d'investissements sont évidement plus élevés. Toutefois, il existe un marché pour ce type d'émissions d'obligation, en particulier les fonds d'investissement importants qui cherchent des projets à rendement élevé et qui sont prêts à supporter un tel risque car il est alors intégré à un portefeuille bien diversifié.

Au fur et à mesure que le contexte économique s'améliorera en Chine, on devrait assister à une nouvelle percée de ce type de méthode de financement des projets.

Conclusion

Voit-on se dégager de tout cela une technique de financement des projets optimale pour investir en Chine?

Par définition, le financement des projets est un outil utilisé, dans le domaine des finances des entreprises, pour résoudre un problème concernant le montant des exigences financières et les risques sous-jacents d'un projet. Cette technique amène à regrouper un grand nombre de partenaires au moyen de contrats afin que les intérêts de chacun d'eux convergent dans une seule direction. Cela permet de réduire les coûts du financement du projet et les risques que chaque participant doit supporter. Dans le contexte risqué des investissements en Chine, recourir aux techniques de financement des projets peut s'avérer une bonne stratégie.

Toutefois, les particularités du contexte chinois amènent inévitablement les investisseurs étrangers à adapter leur approche à celui-ci. Tout d'abord, le commanditaire du projet doit souvent s'adresser à son siège social pour obtenir une partie du financement et courir les risques qui ne sont pas courants dans les pays occidentaux. En second lieu, le caractère incertain et la volatilité des systèmes économiques et juridiques poussent à prévoir de recourir à des structures contractuelles souples, qui nécessitent des relations étroites entre le commanditaire et ses partenaires financiers. Enfin, les difficultés énormes que pose une planification commerciale et financière fiable à long terme poussent à accélérer la période de recouvrement de l'investissement (même si cela se traduit par une réduction des profits ultérieurs) et à tenir compte du concept financier de durée lors de l'analyse de l'investissement.

Si on a constaté un ralentissement des phases de démarrage des projets de grande envergure au cours des dernières années, le financement des projets reste cependant une activité d'avenir en Chine. Les besoins en infrastructure sont énormes et le gouvernement n'est pas en mesure de fournir les immenses capitaux nécessaires. De plus, comme le système juridique et les pratiques commerciales se rapprochent des normes internationales, les risques sous-jacents aux projets réalisés en Chine devraient diminuer et favoriser l'intérêt des investisseurs étrangers.

À long terme, on devrait continuer à voir les promoteurs des projets chercher à moins recourir à l'aide gouvernementale et à faire appel à des modalités de financement à sources multiples. Malgré cela, la réussite des investisseurs chinois en Chine dépendra de leur capacité à combiner les intérêts du partenaire chinois aux leurs. En faisant l'hypothèse qu'ils y parviennent, le recours aux techniques de financement de projet est, sans aucun doute, une solution optimale.

Bibliographie

China Finance Manual, Asia Law & Practice Ltd. (1995) ISBN 962-7708-68-2

China Investment Manual 2nd Edition, Euromoney Publication (1998)

Economist Intelligence Unit, Business China, 26 mai 1997

Economist Intelligence Unit, Business China, 1er mars 1998

Economist Intelligence Unit, Business China, 4 janvier 1999

Economist Intelligence Unit, Business China, 18 janvier 1999

Economist Intelligence Unit, Business China, 1er février 1999

Economist Intelligence Unit, Business China, 1er février 1999

Economist Intelligence Unit, Business China,30 août 1999

Economist Intelligence Unit, China Hand, novembre 1998

Economist Intelligence Unit, China Hand, 1er février 1999

Economist Intelligence Unit, Investing, Licensing & Trading, Chine, 28 février 1999

Euromoney Publications (Jersey), Asia Law & Practice, Project Finance Models for Greater China, New Solutions, New Strategies 1999

Jiangsu Expressway Company Limited, Annual Report 1998

Lang, Project Financing in Asia, Elsevier Science B.V., 1998

South China Morning Post, 9 avril 1999

South China Morning Post, 22 avril 1999

Contacts

Jethro Lau
Directeur général, Banque d'affaires
The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)
Succursale de Shanghaï

5/F Marine Tower, 1 Pudong Ave., Shanghaï, 200120
Tél. : (8621) 5876-1111
Téléc. : (8621) 5879-2238

Pierre Imhof
Directeur général
Paribas, Succursale de Shanghaï

Alexandre De Vathaire
Directeur, Financement des exportations et des projets
Paribas, Succursale de Shanghaï

31/F, China Merchants Tower
66 Lujiazui Lu, Shanghaï, 200210
Tel; (8621) 5879-7725
Téléc. : (8621) 5882-6780

Olivia Chen
Directeur général
Rabobank Netherlands (Chine) Ltd.

33/F, China Merchants Tower
66 Lujiazui Lu, Pudong New Area
Shanghaï 200210

Tél. : (8621) 5888-9888
Téléc. : (8621) 5876-8088

Ciqiang Lu
Directeur, Service du crédit et de la commercialisation
Société générale, Succursale de Shanghaï

8F, Universal Mansion, 172 Yuyuan Lu
Shanghaï, 200040

Tél. : (8621) 6249-7500
Téléc. : (8621) 6249-7509

Terence W.K. Lee
Directeur général, Chine
ING Barings

33/F, Shanghai Senmao International Building
101 Yin Cheng Dong Lu, Pudong New Area
Shanghaï, 200120

Tél. : (8621) 6841-3355
Téléc. : (8621) 6841-2049